

# **Regulering i finanskrisenes tid**

**Valutakrisen i Brasil 1998-1999**

**Steinar Alsos**

**Hovedoppgave i samfunnsgeografi**

**Institutt for sosiologi og samfunnsgeografi**

**Universitetet i Oslo – november 2006**



## **Innhold**

<b>FORORD .....</b>	<b>5</b>
<b>1. INNLEDNING .....</b>	<b>7</b>
1.1. Teoretisk forankring .....	8
1.2. Problemstilling .....	8
1.3. Videre oppbygging av oppgaven .....	10
<b>2. TEORETISK RAMMEVERK .....</b>	<b>11</b>
2.1. Produksjon og regulering .....	11
2.1.1. Den keynesianske velferdsstaten .....	13
2.2. Internasjonalisering og globalisering av økonomien .....	15
2.3. Endringer i statens rolle .....	17
2.3.1. Staten inn på tilbudssiden .....	18
2.4. Årsakssammenhenger i kritisk realisme .....	19
2.5. Institusjoner, organisasjoner og handlingsrom .....	20
2.6. Oppsummering .....	21
<b>3. BAKGRUNN – MAKROØKONOMISKE STRUKTURER .....</b>	<b>23</b>
3.1. Valutakurs, rentenivå og kapitalflyt .....	23
3.1.1. Kapitalflyt over landegrensene .....	25
3.2. Betalingsbalansen overfor utlandet .....	26
3.3. Finansiell liberalisering og integrering av finansmarkedene .....	27
3.3.1. Funksjonelt integrerte finansmarkeder og aktørenes rolle .....	28
3.3.2. Liberalisering à la Latin-Amerika .....	30
3.3.3. Obligasjonsmarkeder i framvoksende markeder .....	31
3.4. Forsterkning og tillit .....	32
3.4.1. Smitte .....	33
3.5. Nye finansielle instrumenter .....	34
3.5.1. Sammenhengen mellom privatisering og direkteinvestering .....	36
3.6. Oppsummering .....	37
<b>4. METODE .....</b>	<b>39</b>
4.1. Case-studium – idealer og begrensninger .....	39
4.1.1. Begrensninger ved bruk av case-studier .....	40
4.2. Innhenting av data .....	41
4.2.1. Feltarbeidet .....	42
4.2.2. Tallmateriale .....	44
4.3. Oppsummering .....	45
<b>5. – THE MAIN PRIORITY WAS INFLATION .....</b>	<b>47</b>
5.1. Plano Real .....	48
5.1.1. Privatisering, økte utenlandsinvesteringer og økt handelsunderskudd .....	49

5.1.2.	Eksterne sjokk .....	51
5.2.	Kapitalflukt og valutakrise .....	52
5.2.1.	Statsobligasjoner knyttet til dollar.....	54
5.2.2.	Inn fra høyre: Det internasjonale pengefondet.....	55
5.2.3.	Januar 1999 .....	57
5.3.	Post-1999 – Flytende valutakurs og nye, eksterne sjokk.....	59
5.3.1.	Krise, underslag, krakk, terror – og presidentvalg.....	60
5.3.2.	Ny avtale med IMF.....	61
5.4.	Telefonicas engasjement i Brasil .....	62
5.4.1.	Beretninger om beskyttelse.....	63
5.4.2.	Forklaringer på Telefonicas atferd.....	66
5.4.3.	Telefonicas representativitet.....	67
5.4.4.	Makroøkonomiske konsekvenser av investorenes atferd .....	69
5.4.5.	Telefonica som del av produksjonsparadigmet i Brasil .....	71
5.5.	Konsekvenser av Brasils politikk .....	72
5.6.	Tilbudssideøkonomi?.....	73
5.6.1.	Begrensninger på Brasils handlingsrom.....	75
5.7.	Oppsummering.....	77
<b>6.</b>	<b>KONKLUSJON: REGULERING I FINANSKRISENE TID?.....</b>	<b>79</b>
6.1.	Hva utløste valutakrisen i 1998-99?.....	79
6.2.	Hvor begrenset er egentlig Brasils handlingsrom? .....	80
6.3.	Er Brasil på vei mot en ny reguleringsmåte? .....	81
<b>7.</b>	<b>VEDLEGG .....</b>	<b>83</b>
7.1.	Figurliste .....	83
7.2.	Forkortelser.....	83
7.3.	Oversikt over intervjuer .....	84
7.4.	Intervjuguide.....	85
<b>8.</b>	<b>REFERANSER .....</b>	<b>86</b>

## Forord

Først av alt vil jeg takke min veileder, Hege Knutsen, for konstruktive og kritiske innspill, for oppmuntring og støtte, for din fantastiske evne til å gi tilbakemeldinger på både detaljer og helhet (gjør gjerne samtidig), og ikke minst for å stille opp absolutt hele tiden. Takk også til Tone Haraldsen for å ha hjulpet meg i gang med teoretiske perspektiver innledningsvis.

Takk til Ricardo Gottschalk ved University of Sussex for å ha gitt meg verdifull innsikt i brasiliansk økonomi, for å ha introdusert meg til den mildt sagt rikholdige litteraturen om finansielle markeder, og ikke minst for å ha fått meg til å innse at man ikke trenger å forstå absolutt alt om hvordan de markedene fungerer. Because, as you say, nobody does that anyway.

Takk til institutt for sosiologi og samfunnsgeografi for å ha innvilget søknaden min om støtte til feltarbeid, ikke bare en men to ganger. Takk til Daniel Gomes og Luis Lima i Telefonica Brasil og til Pedro Fachada i den brasilianske sentralbanken for at dere tok dere tid til å snakke med meg, og ga meg verdifull kunnskap jeg ikke kunne fått tilgang til ellers. Og takk til webdesigneren i Banco Central do Brasil for veldig god tilrettelegging av bankens statistiske materiale – også på engelsk.

Takk til Geraldo og Bobbie for å ha sørget for at oppholdet i Brasil også fikk et sosialt innhold.

Takk til utallige studievenner som har bidratt med gode diskusjoner, masse faglige innspill og stor inspirasjon opp igjennom hovedfaget. Jeg vil særlig trekke fram Synne, Ingrid og Hilde, uten at jeg dermed har glemt andre studievenner. Og takk til Synne for mange veldig hyggelige lunsjer!

Takk til far for både moralsk og finansiell støtte.

Takk til min arbeidsplass i innspurten, Forum for Utvikling og Miljø, for støtte og fleksibilitet, og spesielt takk til Øystein for både gjennomlesning og for å vise meg hvordan man kan binde inn oppgaven noen timer før leveringsfristen.

Aller størst takk til Guro, for gode diskusjoner, kritisk lesning og verdifulle innspill, for endeløs støtte og for at du hele tiden har trodd at dette kunne gå.

Oslo, november 2006

Steinar Alsos



# 1. Innledning

De siste to til tre tiårene har den økonomiske utviklingen, verden sett under ett, vært preget av en stadig sterkere internasjonalisering. Både kapitalstrømmer og handel med varer og tjenester vokser raskere enn veksten i produksjon, og særlig har omfanget av investeringer over landegrensene vokst kraftig de siste par tiårene (Dicken 2003).

Det økte omfanget av utenlandske investeringer har medført nye utfordringer, både for investorene og for de landene investeringene gjøres. Investorene møter nye risikofaktorer ved å satse i nye land, blant ved å måtte forholde seg til nye kulturer og nytt lovverk, men ikke minst ved å operere i land med annen valutaenhet og andre rentesatser enn i hjemlandet. For vertslandet vil det være knyttet nye utfordringer til det å regulere aktiviteten til utenlandske investorer i tillegg til de nasjonale, samt at den internasjonale konkurransen mellom land og regioner om å tiltrekke seg investeringsvillig kapital blir stadig sterkere. Dette gir nye utfordringer til både nasjonale markeder og politiske myndigheter. Noen av disse utfordringene vil bli forsøkt belyst i denne oppgaven.

En vesentlig del av de økte kapitalstrømmene har gått til land som ofte kalles «emerging markets» eller framvoksende markeder, land som er i ferd med å bevege seg fra å være et utviklingsland til å bli en mer avansert økonomi. Land som Russland, Sør-Korea, Thailand, India, Kina, Tyrkia, Sør-Afrika, Mexico, Argentina og Brasil er noen av de mest sentrale framvoksende markedene. Mange av disse landene har også vært utsatt for til dels svært alvorlige økonomiske kriser det siste tiåret. Noen eksempler er Asiakrisen i 1997-98, den økonomiske kollapsen i Russland høsten 1998, valutakrisen i Brasil i 1998-99, sammenbruddet i Argentina i 2001-02.

Jeg har valgt å fokusere på Brasil i denne oppgaven. Brasil er ett av de landene som har vært gjenstand for stor interesse fra både analytikere og investorer. I løpet av siste halvdel av 1990-tallet mottok Brasil utenlandske investeringer for over 90 milliarder amerikanske dollar<sup>1</sup>, og var et av de utviklingslandene med størst tilførsel av kapital. Sao Paulo er Latin-Amerikas økonomiske hovedstad, Brasil er verdens femte folkerikeste land med sine drøyt 185 millioner innbyggere (2006) og verdens femte største land i areal<sup>2</sup>. Brasil har verdens 15. største brutto nasjonalprodukt i absolutte tall<sup>3</sup>, mens målt i BNP per innbygger kommer landet på 69. plass<sup>4</sup> (2003).

---

<sup>1</sup> Egne utregninger av tall fra den brasilianske sentralbanken: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

<sup>2</sup> CIA World Factbook:: <https://www.cia.gov/cia/publications/factbook/index.html>

<sup>3</sup> Human Development Report, 2005: <http://hdr.undp.org/statistics/data/indicators.cfm?x=131&y=2&z=1>

<sup>4</sup> Human Development Report, 2005: <http://hdr.undp.org/statistics/data/indicators.cfm?x=133&y=2&z=1>

## 1.1. Teoretisk forankring

Denne oppgaven er forankret i en reguleringsteoretisk tradisjon med hensyn til synet på forholdet mellom stat og marked. Denne tradisjonen vil hevde at det i de industrialiserte landene første tiårene etter annen verdenskrig var mulig å identifisere et system som sikret stabil økonomisk vekst gjennom et samsvar mellom den tekno-økonomiske sfæren og reguleringen av denne sfæren. Langvarig vekst ble sikret gjennom et tekno-økonomisk paradigme som sikret masseproduksjon, og en reguleringsmåte som opprettholdt samfunnets etterspørsel også i tider med økonomisk nedgang (Peck 2000). Statens viktigste rolle i dette systemet var å intervenere på etterspørselssiden i økonomien. Virkemidler til dette kunne være velferdsordninger som sørget for at befolkningen opprettholdt kjøpekraft selv med bortfall av arbeidsinntekt, eller økt offentlig aktivitet i økonomien ved hjelp av underskuddsbudsjettering i perioder med svikt i privat etterspørsel.

I løpet av 1970- og 1980-tallet skjedde det en endring i dette forholdet mellom produksjon og regulering. Fra en situasjon med masseproduksjon etter fordistiske prinsipper, hvor produksjon av varer i stor grad var et nasjonalt fenomen, kan det være mulig å identifisere endringer i retning av et paradigme hvor fleksibel spesialisering, outsourcing og økt økonomisk integrasjon over landegrensene er noen av kjennetegnene (Jessop 1994). Dette paradigmet samsvarer ikke like godt med en klassisk keynesiansk velferdsstat som intervensjoner på etterspørselssiden, og mange vil mene at dette er en av grunnene til at den økonomiske situasjonen i dag er langt mer ustabil enn i de første tiårene etter annen verdenskrig.

Det er videre et spørsmål om denne utviklingen har ført til endringer i statens rolle i den økonomiske politikken. Det kan hevdes at mange lands myndigheter i langt større grad enn tidligere legger større vekt på tilbudssiden i økonomien, ved å øke oppmerksomheten på å legge til rette for at selskaper skal investere i landet (Jessop 1999). Tankegangen er at arbeidsplasser kan skapes gjennom tilrettelegging for næringslivet, slik at man hindrer utflagging av kapital og tiltrekker seg utenlandske investeringer. Eksempler på en slik politikk kan være det stadig sterkere fokuset på «rammebetingelser» i økonomien. Et mer konkret eksempel er det irske IT-eventyret på 1990-tallet – hvor irske myndigheters var svært aktive for å få internasjonale investeringer fra IT-bransjen til landet (O'Hearn 2000).

## 1.2. Problemstilling

Den brasilianske økonomien gjennomgikk store strukturelle endringer i løpet av 1990-tallet. Fra en situasjon hvor tosifret månedlig inflasjon ikke var uvanlig, har landet vært igjennom flere store, strukturelle økonomiske reformer som har tatt sikte på å stabilisere økonomien og



gjøre Brasil til et attraktivt sted for investorer. I første halvdel av tiåret ble viktige deler av offentlig sektor privatisert, som energisektoren og telesektoren. I 1994 gjennomførte landet en dyptgripende makroøkonomisk reform, som blant annet innebar innføring av en ny valuta – real – som ble knyttet til den amerikanske dollaren, og hvor man endelig lyktes med å få bukt med inflasjonsproblemene. Kapitalflyten over landegrensene økte kraftig, både i form av direkte utenlandsinvesteringer og portefoliovesteringer. Samtidig ble også Brasil rammet av de finansielle krisene i siste halvdel av 1990-årene, om enn ikke like hardt som en del andre land. Sterk kapitalflukt høsten 1998 bidro til endring i valutaregime og en kraftig devaluering i januar 1999, og i 2002 opplevde landet en ny periode med kapitalflukt, sviktende tillit i internasjonale markeder og fall i valutakursen.

Denne oppgaven vil fokusere på hvordan brasilianske myndigheter reagerte på denne ustabiliteten. Hvilke tiltak ble satt i verk for å hindre at den brasilianske økonomien ble dratt med i dragsuget av krisene i Sørøst-Asia og Russland, og senere i Argentina? Hvilke konsekvenser kan denne politikken har hatt? Kan Brasils politikk sees som et eksempel på det Jessop kaller statlig intervensjon på tilbudssiden i økonomien? Og kan den eventuelt sees som en ny måte å regulere økonomien på, en reguleringsmåte bedre tilpasset dagens produksjonsparadigme?

I tillegg til å se på Brasils myndigheter og deres reaksjonsmønster, vil jeg fokusere på en av de største utenlandske investorene i Brasil. Jeg har valgt det spanske teleselskapet Telefonica, som kom til Brasil gjennom privatiseringen av telesektoren i 1997-98 og som i dag er den største enkeltaktøren på det brasilianske telemarkedet. Hva gjør en stor utenlandsk aktør for å beskytte sine investeringer? Hvordan forholder selskapet seg til forventninger om devaluering av valutaen i det landet man har investert? Kan Telefonicas aktivitet si om produksjonsparadigmet i Brasil, og hvordan kan de kapitalstrømmene som blir initiert av et selskap som Telefonica påvirke den brasilianske økonomien?

For å belyse disse problemstillingene, ønsker jeg å trekke inn perspektiver omkring det vi kan kalle økonomisk globalisering. Den såkalte økonomiske globaliseringen har fått mye oppmerksomhet de siste årene, også innen samfunnsgeografien. Jeg mener imidlertid at globaliseringsteoriene i økonomisk geografi har hatt en tendens til å fokusere sterkere på produksjonssiden i økonomien, og i mindre grad på den finansielle delen. Jeg ønsker derfor å se nærmere på hva som ligger bak den finansielle delen av globaliseringsprosessene, blant annet i forhold til utviklingen av nye finansielle instrumenter som ulike typer derivater. Hvordan virker denne utviklingen inn på det økonomiske handlingsrommet til myndighetene i et land som Brasil? Hvilke muligheter får selskap som Telefonica til å redusere sin risiko ved utenlandske investeringer?

### 1.3. Videre oppbygging av oppgaven

Oppgaven vil ha følgende hovedoppbygning: Kapittel to vil presentere det teoretiske rammeverket for den videre diskusjonen. Hovedvekten vil ligge innen reguleringsteorien, men i tillegg vil jeg se nærmere på globaliseringsbegrepet, på Andrew Sayers kritiske realisme og på institusjonsbegrepet til Douglass C. North. Kapittel tre tar opp en del av de viktigste makroøkonomiske strukturene som et lands politiske myndigheter må forholde seg til, som hvilke sammenhenger det er mellom et lands valutakurs og rentenivå og kapitalbevegelser over landegrensene. I dette kapitlet vil jeg også ta opp internasjonalisering og globalisering av verdens finansielle markeder, og hvordan nye finansielle instrumenter har vokst fram. Disse forholdene setter viktige rammer for handlingsrommet for både myndighetene i enkeltland og for næringslivet, og er viktige som en bakgrunn for å få belyst problemstillingene.

I kapittel fire vil jeg redegjøre og begrunne forskningsmetodiske valg jeg har gjort underveis i arbeidet med oppgaven. Jeg har valgt kvalitativt case-studium som metode, og brukt Brasil og Telefonica som case på to plan. Dataene mine er i all hovedsak sekundærdata, med unntak av to intervjuer, og målet mitt har vært å sette datamaterialet fra mitt case inn i et reguleringsteoretisk rammeverk. Jeg valgte å intervju en representant for den brasilianske sentralbanken for å få informasjon om hvordan myndighetene i Brasil handlet under valutakrisen landet opplevde. Sentralbanken er en svært viktig aktør, i og med at den har ansvaret for penge- og valutapolitikken. Telefonica er opprinnelig et spansk teleselskap som er den ledende aktøren i telesektoren i Brasil (Telefonicas årsrapport, 1998). Målet med kontakten med Telefonica var å få innsikt i hvordan en ustabil makroøkonomisk situasjon oppleves av en stor utenlandsk investor, og dermed kunne si noe om hvordan en aktør av denne typen reagerer i slike situasjoner.

Kapittel fem og seks inneholder oppgavens analyse og konklusjon. Kapittel fem begynner med en beskrivelse av utviklingen i Brasil fram mot endringen i valutaregime i midten av januar 1999. Deretter går jeg inn på perioden 2001-2002, hvor Brasil på nytt ble rammet av eksterne faktorer som gjorde den økonomiske situasjonen ustabil. Videre vil jeg se på hvordan Telefonica reagerte i denne perioden, samt se på hvorvidt Telefonicas handlinger kan antas å være representative for utenlandske direkteinvestorer i Brasil. Til slutt i kapitlet returnerer jeg til den politikken Brasils myndigheter førte, særlig i forhold til teorier om endringer i statens rolle i økonomien.

Kapittel seks er oppgavens konklusjonskapittel.

## 2. Teoretisk rammeverk

Dette kapitlet presenterer oppgavens teoretiske forankring. Jeg tar utgangspunkt i en reguleringssteoretisk tilnærming for å forstå forholdet mellom produksjon og regulering i økonomien, og for å forstå de prosessene som blir kalt økonomisk globalisering. Videre vil jeg diskutere hva som menes med at staten har fått endret rolle som følge av økonomisk globalisering. Deretter vil jeg se litt nærmere på hvordan Andrew Sayers kritiske realisme kan brukes for å forklare årsakssammenhengene bak konkrete hendelser, samt bruke institusjonsbegrepet til Douglass C. North for å se på hva som utgjør og bestemmer handlingsrommet til enkeltaktører innenfor større økonomiske strukturer.

### 2.1. Produksjon og regulering

Denne oppgaven er forankret i et reguleringssteoretisk syn på forholdet mellom økonomien og samfunnets regulering. Reguleringsteorien har sine røtter i en marxistisk analyse, og ble først utviklet mot slutten av 1970-tallet av teoretikere som Michel Aglietta og Alain Lipietz (Jessop 2001).

Reguleringsteorien bruker fire ulike begreper for å analysere utviklingen i den kapitalistiske økonomien: tekno-økonomisk paradigme, akkumulasjonsregime, reguleringsmåte og utviklingsmodell (Jessop 2001). Det tekno-økonomiske paradigmet, eller produksjonsparadigmet, beskriver den sentrale måten produksjon blir organisert på, det vil si forholdet mellom de ulike innsatsfaktorene i produksjonsprosessene. Dermed er det ikke sagt at all produksjon i samfunnet er organisert i henhold til det rådende paradigmet, det vil alltid eksistere ulike organiseringsformer av produksjon parallelt i et samfunn. Paradigmet beskriver den mest sentrale og mest dynamiske organiseringsformen på et gitt tidspunkt.

Ett av de mest sentrale poengene til Agliettas *A theory of Capitalist Regulation*, som kom i 1979 og var ett av de viktigste grunnlagsbidragene til reguleringsteorien, er at kapitalens dynamikk representerer et enormt produktivt potensial, men at den samtidig er en blind kraft. Kapitalismen i seg selv inneholder verken selvbegrensende mekanismer eller en retning som kan oppfylle målet om stabil og varig kapitalakkumulasjon (Aglietta 1998). Stabil vekst over tid er avhengig av at samfunnet finner en reguleringsmåte som er tilpasset produksjonsparadigmet. Aglietta ser reguleringsmåten som et sett med fordelingsmekanismer som sørger for at de sosiale forskjellene i samfunnet ikke blir for store:

«A mode of regulation is a set of mediations which ensure that the distortions created by the accumulation of capital are kept within limits which are compatible with social cohesion within each nation.»

Aglietta 1998: 44

Stabil og langvarig vekst er avhengig av at samfunnet unngår en situasjon med sosial uro. Hva som er akseptable sosiale forskjeller vil variere fra sted til sted, og også endre seg over tid. Imidlertid bør dette forstås som at økende sosiale forskjeller ikke vil være sosialt bærekraftig over tid, det skal mye til før varig økende forskjeller i et land vil være sosialt akseptabelt. På den annen side kan sosial misnøye selvsagt undertrykkes i autoritære styresett. Dette velger jeg å se bort fra i den videre diskusjonen, poenget her er at reguleringsmåten i seg selv skal sørge for at samfunnets forskjeller er sosialt akseptable.

Reguleringsmåten må ikke forstås som kun institusjonell regulering i statlig eller offentlige regi, men inkluderer også forhold som for eksempel regulerer arbeidsmarkedet, forsikringsordninger, samt sosiale normer, økonomiske vaner og forbruksmønstre (Peck 2000). Det er også verdt å merke seg at i dette perspektivet vil ikke en liberalisering og deregulering av politikken sees på som mindre regulering; fravær av offentlig regulering er også en måte å regulere økonomien på.

Finanssektoren er blant de viktigste reguleringsmekanismene i samfunnet (Aglietta 1998). Denne mekanismen har ulike funksjoner: For det første produserer og formidler finansielle markeder informasjon, både om de underliggende verdiene som verdipapirene skal formidle, og om markedsutvikling generelt. For det andre evaluerer finanssystemet utviklingen på verdipapirer, slik at oppsparte midler allokeres til investering og reinvestering. I tillegg overvåker finanssystemene hvordan disse oppsparte midlene brukes. Kombinasjonen av disse ulike funksjonene, som ikke fungerer uavhengig av hverandre, utgjør den finansielle delen av samfunnets makroøkonomiske regulering.

Finansielle markeder reflekterer utviklingen i realøkonomien, for eksempel vil en aksjekurs gjenspeile utviklingen i det selskapet som aksjen er utstedt på. Men i tillegg reflekterer utviklingen i finansielle markeder forhold i andre deler av finansøkonomien. Dette skyldes blant annet at finansielle markeder reproducerer informasjon på grunnlag av innhentet informasjon, en prosess som kan degenerere til ren spekulasjon – frakoblet fra de underliggende realøkonomiske verdier (Aglietta 1998). Resultatet kan bli spekulative bobler eller finansielle krasjer som det ikke nødvendigvis er realøkonomisk grunnlag for, men som kan få store realøkonomiske konsekvenser. Forsterkning, tap av tillit og smitte kan være eksempler på slike prosesser, noe jeg kommer mer tilbake til i kapittel 3.4.

Dersom reguleringsmåten i et samfunn er godt tilpasset det industrielle paradigmet, kan reguleringsmåten sørge for at målet om stabil og langvarig kapitalakkumulasjon oppnås samtidig som ulikheter og forstyrrelser skapt gjennom kapitalakkumulasjonen blir redusert. Et slikt akkumulasjonsregime, stabilt over lang tid, kan kalles en utviklingsmodell (Jessop 2001).

### **2.1.1. Den keynesianske velferdsstaten**

Et godt eksempel på en slik utviklingsmodell er den keynesianske velferdsstatens gullalder. I de første tiårene etter annen verdenskrig hadde man en situasjon i den kapitalistiske verden hvor produksjonen var organisert etter fordistiske prinsipper, med standardisert masseproduksjon og forenkling av arbeidsoppgaver som sentrale elementer for å øke produktiviteten. Nasjonalstaten var det viktigste geografiske nivået, og de nasjonale økonomiene var i stor grad relativt lukkede (Jessop 1999). Internasjonal handel foregikk med faste valutakurser og den amerikanske dollaren var bundet opp mot en fast verdi i gull gjennom Bretton Woods-systemet<sup>5</sup>, i tillegg til at de aller fleste land hadde restriksjoner på kapitalbevegelser over landegrensene.

Samtidig var reguleringen organisert etter prinsippene for den keynesianske velferdsstaten, som sørget for at samfunnet kunne opprettholde massekonsum også i perioder med økonomiske nedgangstider, fordi staten opprettholdt samfunnets etterspørsel. Dette ble gjort ved at staten selv økte sin etterspørsel etter varer og tjenester når privat etterspørsel falt, og ved trygdeordninger som gjorde at mennesker uten arbeidsinntekt hadde kjøpekraft. Motsatt kunne staten redusere sitt forbruk i perioder med stor aktivitet i økonomien, både for å hindre overoppheting og for å spare til perioder med lavt privat forbruk. I tillegg ble pengepolitiske virkemidler brukt, ved at renten ble senket ved lav økonomisk aktivitet slik at det skulle bli billigere å ta opp lån for nye investeringer. Systemet med faste valutakurser og begrensninger på kapitalbevegelser ga statlige myndigheter relativt stor autonomi i pengepolitikken, noe som øker handlingsrommet for politisk styring av økonomien. Dette blir ytterligere beskrevet i kapittel 3.1.

Den keynesianske velferdsstaten var godt tilpasset et fordistisk produksjonsparadigme. Fordismen sørget for standardisert masseproduksjon, mens keynesiansk regulering opprettholdt et trygt lønnsnivå og stabilt full (mannlig) sysselsetting – og gjennom dette et stabilt høyt forbruk (Peck 2000). Videre bidro velferdsmodellen til økt ekspansjonsmulighet for det fordistiske produksjonsparadigmet, samtidig som fordistisk ekspansjon økte velferdsstatens grunnlag (Jessop

---

<sup>5</sup> Etter det amerikanske fjellbygdene Bretton Woods, hvor de allierte under en konferanse i 1944 planla rammene for internasjonalt økonomisk samarbeid etter krigens slutt. Opprettelsen av Verdensbanken og Det internasjonale pengefondet (IMF) ble også bestemt her, og disse kalles derfor Bretton Woods-institusjonene. En av de viktigste arkitektene bak dette systemet var den britiske økonomen John Maynard Keynes.

1994). Reguleringsmåten bidro også til at en rask vekst i produktiviteten førte til vekst i realinntekt, samtidig som den funksjonelle inntektsdelingen mellom lønnsinntekt og profitt holdt seg stabil over tid (Aglietta 1998). Dermed var man sikret en utvikling i tråd med behovet for sosial utjevning av de forstyrrelsene som blir skapt av kapitalakkumulasjonen.

Som nevnt var nasjonalstaten det viktigste geografiske nivået for både det fordistiske produksjonsparadigmet og den keynesianske velferdsstaten. Samtidig hvilte systemet i stor grad på USAs rolle som global finansiell hegemonimakt, blant annet på grunn av gullstandarden. Systemet bygde dermed på en gjensidig avhengighet mellom den amerikanske og den globale økonomien<sup>6</sup>, mellom dollaren som USAs nasjonale valuta og dollaren som verdens dominerende valuta i Bretton Woods-systemet (Peck og Tickell 1994). Dette innebar en sårbarhet for overføring av krisetendenser fra amerikansk økonomi til den globale økonomien, og omvendt. Systemet med faste valutakurser gjorde at en eventuell ubalanse i handelsstrømmene ikke kunne justeres ved valutakursendringer.

Det er verdt å merke seg at de forrige avsnittene kun har beskrevet enkelte universelle kjennetegn ved fordistisk produksjon og keynesiansk velferdsstat, det finnes mange ulike varianter fra land til land (Peck og Tickell 1997). For eksempel er den skandinaviske ulik den amerikanske, som igjen er ulik den tyske, på flere viktige områder. En diskusjon omkring disse variasjonene ligger imidlertid på siden av denne oppgaven.

Mot slutten av 1960-tallet avtok produktivitsveksten innen det fordistiske produksjonsparadigmet, et tydelig tegn på at denne måten å organisere produksjon på hadde nådd grensene for sitt vekstpotensial (Haraldsen 1997). Dette ble først synlig i den amerikanske økonomien, og etter hvert som andre land tok igjen USAs teknologiske forsprang ble det amerikanske handelsoverskuddet snudd til underskudd. Blant annet som en konsekvens av dette opphevet USA gullstandarden i 1973, og dermed brøt Bretton Woods-systemet med faste internasjonale valutakurser sammen. Dette innebar en overgang til et regime med flytende valutakurser internasjonalt, det vil si at det ble opp til hvert enkelt land å bestemme hvilket valutasystem man ønsket (se kapittel 3.1).

Samtidig ble den vestlige måten å organisere produksjonen på utfordret av en sterkt voksende japansk økonomi, som i mye større grad baserte produksjonen på nettverk og integrerte systemer mellom sluttprodusenter, leverandører og underleverandører. Dette åpnet for nye organiseringsformer i økonomien, noe som også ble presset fram av en sterkere grad av internasjonalisering og globalisering.

---

<sup>6</sup> Bruken av begrepet «global» i denne sammenheng kan selvsagt diskuteres, i og med at den kun omfatter den kapitalistiske delen av verden og ikke de kommunistiske landene.

## 2.2. Internasjonalisering og globalisering av økonomien

Begrepene globalisering og internasjonalisering kan ha vidt forskjellige dimensjoner og betydninger, alt etter hvem som bruker dem og i hvilke sammenhenger, og brukes også ofte om hverandre. Det er imidlertid viktig å skille mellom dem.

Internasjonaliseringsprosesser omfatter utbredelsen av økonomiske aktiviteter på tvers av landegrenser, kvantitative prosesser som fører til en mer ekstensiv geografisk utbredelse av økonomisk aktivitet. Globaliseringsprosesser er kvalitativt forskjellig fra internasjonaliseringsprosesser, i og med at de ikke bare omfatter geografisk utbredelse av økonomisk aktivitet men også funksjonell integrasjon av slik aktivitet (Dicken 2003). Globalisering må videre sees som en prosess heller enn en tilstand, eller snarere et sett av interrelaterte prosesser som henger sammen og påvirker hverandre gjensidig (Dicken, Peck og Tickell 1997).

Den funksjonelle integrasjonen er kjernen i forskjellen mellom internasjonalisering og globalisering, og er det som i første rekke medfører at dagens situasjon er kvalitativt annerledes enn for eksempel situasjonen like før første verdenskrig. Omfanget av verdenshandelen målt opp mot BNP var like stor i 1913 som mot slutten av 1990-tallet, men i årene før første verdenskrig var integrasjonen relativt grunn (Dicken 2003). Dagens integrasjon er langt dypere, og produksjonsprosessene er integrert på tvers av landegrensene i en helt annen grad enn tidligere. Det gjenspeiles blant annet ved at anslagsvis to tredeler av verdenshandelen enten foregår internt i transnasjonale selskap eller på faste kontrakter til et selskap fra leverandører og underleverandører (Unctad 1999). Det er disse selskapene som kan sees som de viktigste motorene i globaliseringsprosessene, i og med at store selskaper har kapasitet til å utnytte lokalspesifikke forskjeller i produksjonsprosessene.

En stadig hurtigere teknologisk utvikling har stått sentralt i disse prosessene (Dicken 2003). Innføringen av mikroelektronikk i produksjonsprosessene har gjort det lettere å relokalisere produksjon for å utnytte lokalspesifikke fordeler. Utviklingen i informasjons- og kommunikasjonsteknologi har muliggjort informasjonsflyt over store avstander på et minimum av tid. Og forbedringer i transportsystemer har muliggjort rask og billig transport over store avstander av både sluttprodukter og halvfabrikata. Resultatet har blitt at dagens produksjon i langt større grad er basert på fleksibilitet, modularisering og spesialisering. Denne organiseringsmåten har ført til en produksjonsstruktur som i stadig større grad er funksjonelt integrert på tvers av landegrensene, noe som igjen har bidratt til en økning av omfanget av direkte utenlandsinvesteringer.

En av endringene i organiseringsform er at den enkelte sluttprodusent i langt større grad enn tidligere spesialiserte seg på det de kan best, og eksternaliserer øvrige deler av produksjonen til leverandører og underleverandører. Slik vertikal desintegrasjon bidrar til at leverandørene står friere i forhold til sluttprodusenten enn da alt skjedde innen samme firma – selv om dette ikke nødvendigvis reduserer sluttprodusentens kontroll over produksjonsprosessene. Snarere har det blitt påpekt at de store aktørene gjennom ulike former for nettverk kanskje har styrket sin posisjon i produksjonsprosessene (Harrison 1994). Henderson et.al. (2002) bruker begrepet globale produksjonsnettverk for å analysere framveksten av en økonomi som er stadig mer nettverksbasert. Denne integrasjonen av produksjonsprosesser på tvers av landegrenser kan analyseres som en endring i det sentrale tekno-økonomiske paradigmet, og selv om det ikke er enighet om hvorvidt det er riktig å snakke om et helt nytt produksjonsparadigme, må det kunne anses som udiskutabelt at den klassiske fordistiske produksjonsmåten har mistet sitt hegemoni – og at dette skjedde for en god stund siden.

Et annet viktig trekk ved den økonomiske utviklingen de siste par tiårene er tjenestesektorens stadig økende betydning. I 2001 sto tjenester for 72 prosent av BNP i rike land, og 52 prosent i utviklingsland (Unctad 2004). Diskusjoner omkring dagens produksjonsparadigme må derfor omfatte tjenesteproduksjon så vel som industriell produksjon. Imidlertid står tjenestesektoren for kun 20 prosent av verdens eksport, noe som kommer av at svært mange tjenester er av en art som både produseres og forbrukes lokalt (Unctad 2004). Den eneste måten å få tilgang til nye markeder for bedrifter som ønsker ekspansjon vil dermed være å tilby tjenester lokalt gjennom direkte utenlandsinvesteringer i slike sektorer.

Disse to faktorene, tjenestesektorens økende økonomiske betydning og behovet for lokal tilstedeværelse for den som skal tilby tjenestene, har bidratt til at tjenestesektorens andel av direkte utenlandsinvesteringer (Foreign Direct Investment, FDI) har vokst kraftig de siste ti til femten årene. I tillegg har en økende grad av privatisering av offentlige tjenester gitt et voksende marked for utenlandske investeringer i tjenestesektoren, Brasils privatiseringsprogram på 1990-tallet er et godt eksempel på dette og vil bli diskutert i kapittel 5.

Økningen av FDI i tjenestesektoren innebærer på mange måter en ny trend i den globale økonomien. Samtidig er det viktig å huske at det å etablere seg i et nytt marked via direkte utenlandsinvesteringer verken er et nytt fenomen eller er isolert til investeringer i tjenestesektoren. For eksempel valgte den japanske bilprodusenten Nissan å produsere biler tilpasset det europeiske markedet ved en fabrikk i Sunderland i Nordvest-England, ved en fabrikk som startet opp i 1986, hvor selskapet i stor grad brukte lokale leverandører og underleverandører (Sadler, 1997). Dermed etablerer Nissan produksjon, via FDI, for å dekke et



lokalt marked. Dette har paralleller til investeringer gjort i tjenestesektoren, for eksempel av Telefonica i Brasil.

### **2.3. Endringer i statens rolle**

Sett i forhold til akkumulasjonsregimet under fordismens og keynesianismens gullalder, kan vi med andre ord se en endring i produksjonsparadigmet. Den keynesianske velferdsstaten var godt tilpasset et fordistisk produksjonsparadigme, og endringene i dette paradigmet skapte en ubalanse mellom det industrielle paradigmet og reguleringsmåten. Et resultat av dette har vært et langt mer ustabilt akkumulasjonsregime.

Spørsmålet om hvorvidt økende global økonomisk integrasjon har endret statens rolle har blitt, og blir, grundig diskutert. Mange argumenterer med at staten har mistet makt som følge av økonomisk globalisering, mens andre mener fokuset på statens reduserte innflytelse er betydelig overdrevet (O'Neill 1997). En posisjon er at det har foregått en uthuling av nasjonalstaten, både ovenfra og nedenfra: Ovenfra ved framveksten av overnasjonale institusjoner som EU og WTO, nedenfra som følge av økt regionalisering internt i land (Jessop 1994). Andre mener det er mer fruktbart å snakke om en endring i statens rolle, snarere enn reduksjon av statens innflytelse (Martin og Sunley 1997).

Det er ikke særlig kontroversielt å hevde at politiske myndigheters mulighet til å intervenere i økonomien har blitt svekket. Denne svekkelsen kan relatere seg til tre gjensidig relaterte prosesser. For det første har den økende økonomiske integrasjonen svekket effekten av tradisjonell keynesiansk stabiliseringspolitikk. Dette skyldes delvis at økt handel øker problemet med handelslekkasje, økt etterspørsel har liten effekt på sysselsettingen hvis det som skjer er økning i forbruket av importerte varer. Dessuten har den økende internasjonaliseringen bidratt til at eksportsektoren i mange land har fått større betydning for å sikre økonomisk vekst.

For det andre har dereguleringen av finans- og valutamarkedene gjort det mye vanskeligere å bruke penge- og rentepolitikk for å stabilisere økonomien i et land. Den sterke økningen i kapitalflyt over landegrensene har bidratt sterkt til at politiske myndigheter har mistet mye av autonomien til å selv fastsette rentenivået i et land (Peck og Tickell 1994). Dette kommer jeg tilbake til i kapittel 3. Den tredje faktoren jeg vil trekke fram er at den teknologiske utviklingen som ble beskrevet i kapittel 2.2, særlig innen transport- og kommunikasjonsteknologi, har medvirket til at multinasjonale selskaper lettere kan velge hvor de vil lokalisere produksjonen. Det bidrar til økt konkurranse mellom land og regioner for å tiltrekke seg investeringer.

Slik konkurranse om å tiltrekke seg økonomisk aktivitet kan kalles territoriell konkurranse. Peck og Tickell (1994) bruker uttrykket «hostile brothers» for å beskrive hvordan en slik

konkurranse kan medføre at ulike myndigheter forhandler bort for eksempel reguleringer om miljøstandarder og arbeidsforhold, eventuelt skattenivå og muligheter til å stille krav til investorene. Slike virkemidler kan brukes både for å tiltrekke seg investeringer fra utlandet, og for å hindre at nasjonalt næringsliv flagger ut. Skattereglene for norske redere er et eksempel på hvordan norske myndigheter har redusert krav til redernes ytelser til det norske samfunnet for å unngå slik utflagging.

### **2.3.1. Staten inn på tilbudssiden**

Den reduserte effekten av tradisjonelle politiske virkemidler er en viktig side ved at den keynesianske velferdsstaten ikke er like dominerende som tidligere. Bob Jessop (1999) mener det er mulig å identifisere en trend hvor nasjonalstaten, særlig i USA og Vest-Europa, har oppprioritert målet om at den nasjonale økonomien skal være internasjonalt konkurransedyktig, og at dette nå er det viktigste målet når myndighetene intervensjoner i økonomien. Dette innebærer en omlegging i måten staten intervensjoner på, fra å fokusere på etterspørselssiden i økonomien til å ha et større fokus på tilbudssiden:

«Economically, such concerns involve promoting product, process, organizational, and market innovation in open economies in order to strengthen as far as possible the structural competitiveness of the national economy by intervening on the supply side.»  
Jessop 1999: 10

Dette betyr ikke at den gamle keynesianske måten å regulere økonomiens etterspørselsside er forlatt for godt og overalt, fortsatt er tiltak for å styrke etterspørselsiden i økonomien sentrale i mange regjeringers politikk. Samtidig kan det ikke være tvil om at den typen økonomisk politikk som Jessop viser til er radikalt forskjellig fra den rådende økonomiske politikken under keynesianismens velmaktsdager, det er helt andre virkemidler som tas i bruk.

Et konkret eksempel på dette kan være ulike tilnærminger for å nå målet om full sysselsetting, som fortsatt står høyt på de fleste offisielle politiske agendaer. En etterspørselsorientert politikk kan være å sørge for at samfunnets samlede etterspørsel holdes høyt, og dermed vil det være tilstrekkelig behov for arbeidskraft i økonomien til at alle som ønsker det kan få seg jobb. Med et fokus på økonomiens tilbudsside, derimot, vil man være opptatt av at næringslivet har tilstrekkelig gode rammebetingelser til at bedriftene finner det interessant å investere. Den økonomiske aktiviteten som da blir generert skal sikre at folk får jobb.

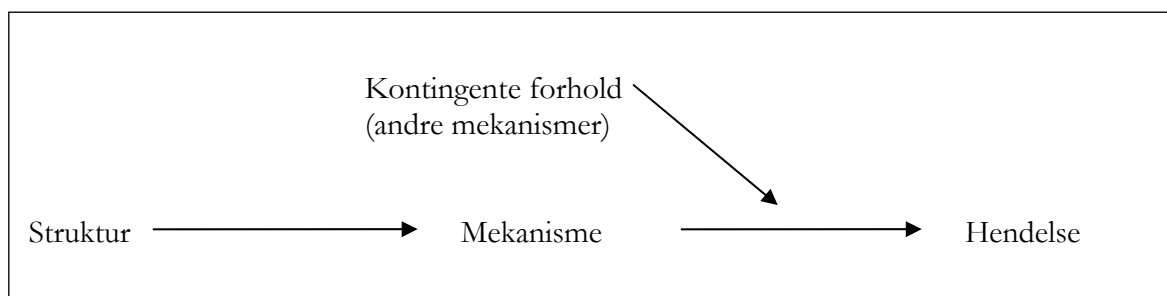
## 2.4. Årsakssammenhenger i kritisk realisme

Reguleringsteoriens fokus på forholdet mellom produksjon og regulering beveger seg på samfunnets makronivå, og analyserer store trekk og lange linjer i samfunnsutviklingen. I tillegg til dette ønsker jeg å bruke teorikapitlet til å trekke inn perspektiver omkring hva som forårsaker hendelser og hvordan årsakssammenhenger kan forklares, og å se på hva det er som begrenser handlingsrommet til ulike aktører. Til dette vil jeg trekke inn to ganske ulike perspektiver, som på hver sin måte kan kaste lys over disse spørsmålene: Først bruker jeg Andrew Sayers kritiske realisme for å forstå hvordan konkrete årsakssammenhenger kan forklares. Deretter ser jeg på institusjonsbegrepet til Douglass C. North.

Forklaring av årsakssammenhenger står sentralt i Andrew Sayers kritiske realisme. Sayer tar utgangspunkt i at det finnes en verden og en virkelighet uavhengig av om det blir forsket eller studert på denne eller ikke, det vil si at det finnes en verden uavhengig av eventuelle forskeres kunnskap om denne (Sayer 2000). Det innebærer ikke at det finnes en ubestridelig fortolkning av et fenomen. Ulike forskere kan ha ulik oppfattelse av samme fenomen og forskerens utgangspunkt er ikke uvesentlig for hvordan virkeligheten framstilles. Men virkeligheten eksisterer uavhengig av om noen skulle synes det var interessant å studere den eller ikke.

Sayer bruker begrepene struktur og mekanisme i forhold til årsakssammenhenger. Strukturer har potensiell kraft til å forårsake hendelser, gjennom mekanismer, men hvorvidt denne kraften utløses avhenger av forhold utenfor disse strukturene og mekanismene. Videre kan de samme strukturer og mekanismer få forskjellige resultater i ulike situasjoner. For å forstå årsakssammenhenger er det derfor avgjørende å kunne skille mellom hva som er et resultat av strukturer og mekanismer, og hva som er et resultat av kontingente forhold. Forståelse av bakgrunnen for valutakrisen i Brasil er dermed avhengig av at man er i stand til å skille mellom hva som skyldes strukturelle forhold med hensyn til for eksempel internasjonale kapitalbevegelser og forhold i andre markeder, og hva som skyldes forhold som er spesifikke for Brasil.

Forholdet mellom strukturer, mekanismer, kontingente forhold og konkrete hendelser kan illustreres med følgende modell:



Figur 1: Forholdet mellom strukturer, mekanismer og kontingente forhold i kritisk realisme. Kilde: Sayer, 2000: 15.

Sayers definisjon av strukturbegrepet viser at han ser strukturer og objekter som interrelaterte begreper. Strukturer utgjøres av objekter, samtidig som «structure suggests a set of internally related elements whose causal powers, when combined, are emergent from those of their constituents.» (Sayer 2000: 14). Videre eksemplifiseres forholdet mellom struktur og mekanisme på følgende måte:

«Explaining why a certain mechanism exists involves discovering the nature of the structure or object which possesses that mechanism or power: thus the teacher's power to mark a pupil's work depends on his or her knowledge and qualifications and on being accepted by the school and the public as legitimate; the price mechanism depends on the structures of competitive relations between profit-seeking firms producing for markets, and so on.»

Sayer 2000: 14

Ved hjelp av den kritiske realismen kan det dermed bli mulig å øke bevisstheten på hvilke elementer i en årsaksforklaring som har overføringsverdi til andre situasjoner og andre kontekster, og hvilke som er mer tids- og stedsspesifikke.

## **2.5. Institusjoner, organisasjoner og handlingsrom**

Hva er det så som legger begrensninger for de enkelte aktørenes handlingsrom? Douglass C. North bruker institusjonsbegrepet for å beskrive dette, og begynner sin bok om institusjoner og institusjonell endring slik:

«Institutions are the rules of the game in a society or, more formally, are the humanly devised constraints that shape human interaction. In consequence they structure incentives in human exchange, whether political, social, or economic. Institutional change shapes the way societies evolve through time and hence is the key to understanding historical change.»

North 1990, 3

North skiller mellom institusjoner og organisasjoner, og sammenligner dette med skillet mellom spilleregler og spillere. Politiske organer og partier, økonomiske enheter, sosiale enheter og utdanningsenheter er alle inkludert i Norths organisasjonsbegrep (North 1990: 5-6). I et slikt begrepsapparat blir organisasjoner det konkrete, de aktive og handlende aktørene, mens institusjoner blir de rammene som aktørene opererer innunder. Institusjoner kan være bevisst skapt, eller de kan utvikle seg gradvis over tid.

Videre skiller North mellom begrensninger som kommer fra formelle og uformelle institusjoner. Formelle begrensninger inkluderer politiske, juridiske og økonomiske regler, mens

uformelle begrensninger kan være allment aksepterte konvensjoner og normer, eller uskrevne regler for hvordan man oppfører seg – herunder også selvpålagte begrensninger (North 1990). Forskjellen mellom disse kan i noen tilfeller være liten, for eksempel når uskrevne lover eller sedvanerett blir omgjort til offisielle kontrakter eller lovtekster, eller som forskjellen mellom en muntlig og en skriftlig avtale.

Samtidig som institusjoner begrenser menneskelig handling, påpeker North at en av hovedgrunnene til at institusjoner eksisterer er behovet for å redusere usikkerhet. Institusjoner skaper forutsigbare rammer, og fungerer dermed også som tilrettelegger for handlinger. Videre vil aktørenes handlinger være det som legger grunnlaget for både institusjonell fornyelse og institusjonell endring. Institusjoner er ikke statiske: Lovverket forandrer seg, ulike gruppers tilgang til økonomiske ressurser forandrer seg og hva som er sosialt akseptabelt innenfor en kultur forandrer seg. Slike endringer har sin bakgrunn i aktørers handlinger.

Hvordan formelle og uformelle institusjoner setter begrensende rammer for handling vil variere både i tid og rom, og fra aktør til aktør. Muligheten for aktørene til å endre strukturer og institusjoner er ulik, avhengig av de enkelte aktørenes makt. En måte å skille mellom ulike typer maktutøvelse er å skille mellom hvem som utøver makten. Henderson et.al. skiller mellom korporativ makt utøvd fra store selskaper, institusjonell makt utøvd av offentlige myndigheter og internasjonale organer, samt kollektiv makt utøvd av eksempelvis fagbevegelsen eller sivilt samfunn (Henderson et.al. 2002)<sup>7</sup>.

Fordelingen av makt – politisk, økonomisk, kulturell – er i dagens samfunn svært ujevn, noen aktørers handlinger tillegges langt mer vekt enn andres. Spørsmålet om hvordan institusjoner endres blir dermed et spørsmål om hvem som har nok makt til at deres handlinger medfører varig institusjonell endring – for eksempel ved at lovverk endres eller ved endringer i markedsstrukturer.

## 2.6. Oppsummering

De økonomiske globaliseringsprosessene må kunne sies å ha endret samfunnets strukturer, og det er de multinasjonale selskapene som er de viktigste drivkreftene bak disse strukturelle endringene (Dicken 2003). Det er disse aktørene som har kapasitet til å utnytte stedsspesifikke ulikheter for å minimere produksjonskostnader, og som også er i stand til best å utnytte de økte mulighetene revolusjonene innen informasjons-, transport- og kommunikasjonsteknologi. Dette har gjort at store selskap i større grad enn før har blitt i stand til

---

<sup>7</sup> Henderson et.al. diskuterer i første rekke makt utøvd innen en verdikjede eller et produksjonsnettverk, men inndelingen i korporativ, institusjonell og kollektiv makt kan være nyttig også i andre sammenhenger.

å utøve press mot lands myndigheter for å endre regulering til sin fordel. Parallelt med dette har liberalisering og deregulering av finansielle markeder ført til kraftige endringer i verdens finansielle strukturer, prosesser som blir diskutert i neste kapittel.

Dette er gjensidig relatert med prosessene som har svekket koblingen mellom produksjonsparadigmet og reguleringsmåten i økonomien, og som har bidratt til at statens rolle i økonomien har endret seg de siste 20-30 årene. I den videre diskusjonen kommer jeg ikke til å ta opp hvorvidt staten dermed har fått mer eller mindre makt enn før, men snarere hvordan statens rolle i økonomien fortoner seg nå. Jeg vil se på den økonomisk ustabile situasjonen Brasil befant seg i på siste halvdel av 1990-tallet, og jeg vil analysere handlingene til de brasilianske myndighetene i lys av de strukturelle endringene som har funnet sted, særlig i de finansielle markedene. Jeg vil også trekke inn perspektiver omkring endringer i statens rolle i økonomien inn i den samme diskusjonen. Videre vil jeg se på Telefonicas handlinger som utenlandsk investor i denne perioden, og fokusere på selskapets rolle i den brasilianske produktive sektoren.

### **3. Bakgrunn – makroøkonomiske strukturer**

I en åpen, internasjonal økonomi vil det være eksterne begrensninger på hvor stort økonomisk handlingsrom et lands politiske myndigheter har, fordi økonomien blir påvirket av utviklingen i internasjonal økonomi. Dette kapitlet vil fokusere på makroøkonomiske forhold som sammenhenger mellom utenriksbalanse, rentenivå og valutakurs, og hvilke økonomiske strukturer et lands myndigheter må forholde seg til i en åpen økonomi. Kapitlet vil dermed gi et viktig rammeverk for å kunne analysere handlingsrommet til myndighetene i Brasil de siste 10-12 årene, samt også handlingsrommet til de øvrige økonomiske aktørene.

Videre vil jeg i dette kapitlet se på en del av de endringene som har funnet sted i verdens finansielle markeder de siste 10-20 årene. Sentralt her blir finansiell liberalisering og globalisering, framveksten av nye typer finansielle instrumenter samt en diskusjon omkring en stadig tettere sammenveving av verdens finansmarkeder. Denne delen vil bli viktig for å beskrive noen av de endringene som har skjedd i den finansielle reguleringen av økonomien.

#### **3.1. Valutakurs, rentenivå og kapitalflyt**

Et land har en rekke valgmuligheter for hvordan man ønsker å fastsette valutakursen. Det er imidlertid to hovedtilnærminger som er prinsipielt forskjellige: Fast eller flytende kurs. Ved fastkurs bestemmer landets sentralbank hvilken kurs som skal gjelde til en hver tid, sentralbanken forplikter seg med andre ord til å kjøpe og selge landets valuta til en fastsatt pris til en hver tid. Hvis forholdet mellom tilbud og etterspørsel etter landets valuta tilsier en annen kurs, må sentralbanken intervenere i markedet ved å kjøpe egen valuta hvis kursen er for lav, eller selge hvis kursen er for høy. Ved flytende kurs lar man markedet bestemme kursen. Mellom disse ytterpunktene finnes en rekke blandingssystemer, man kan eksempelvis ha et system hvor valutaen kan flyte innen en viss grense, en annen variant er at sentralbanken aktivt intervensjoner i markedet for å unngå for store svingninger i kursen.

Et lands rentenivå henger tett sammen med landets valutakurs, i alle fall for land som har frie kapitalbevegelser over landegrensene. Renten er et uttrykk for prisen på landets valutaenhet, det vil si både prisen på å ta opp lån og avkastningen man får ved å plassere investeringene sine i landet. Hvis alt annet er likt, vil land med høyere rentenivå tiltrekke seg investeringer.

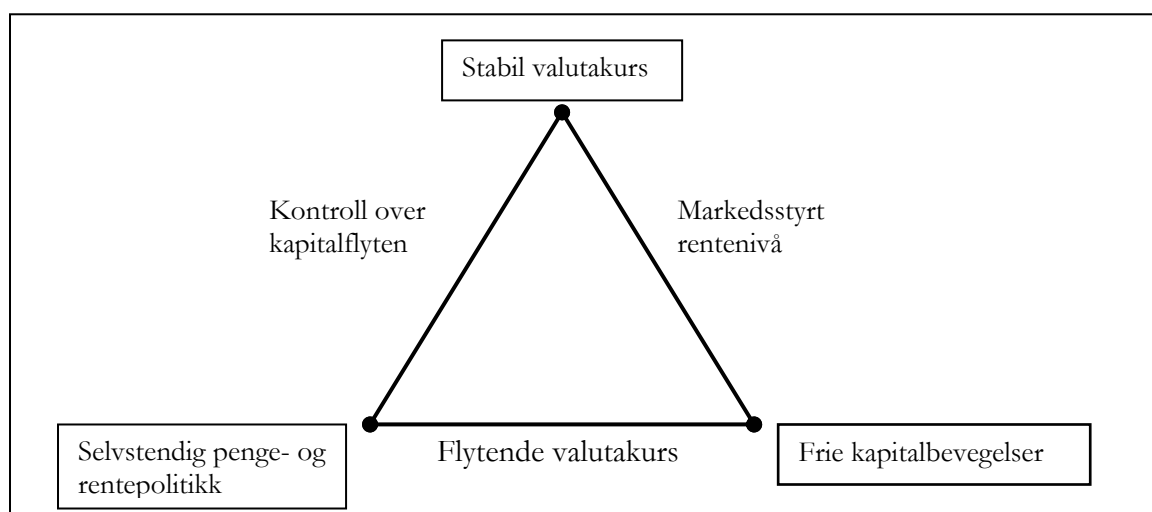
Sammenhengene mellom rentenivå, valutakurs og kapitalflyt over landegrensene viser at et lands myndigheter har begrenset handlingsrom i den makroøkonomiske politikken. Et land med åpen økonomi kan bruke rentenivået til å regulere aktiviteten i økonomien, eller til å justere

valutakursen ved å påvirke kapitalstrømmene til og fra landet. Men med frie kapitalbevegelser kan man ikke gjøre begge deler samtidig (Krugman og Obstfeld 2006).

Hvis et land for eksempel er på vei inn i en lavkonjunktur, og opplever synkende aktivitet i økonomien og stigende arbeidsledighet, kan myndighetene prøve å bekjempe dette ved å øke pengemengden i samfunnet. Økt pengemengde kan oppnås ved å kjøpe statsobligasjoner eller ved lavere rentenivå – slik at det blir billigere å ta opp lån. Dermed stimuleres næringslivet til nyinvesteringer, samtidig som det bidrar til økt forbruk. På den måten kan myndighetene aktivt bidra til økt aktivitet i samfunnet i en lavkonjunkturperiode.

Rentenivået vil imidlertid påvirke kapitalflyten til og fra landet. Det reduserte rentenivået vil føre til at det blir mindre lønnsomt å plassere pengene i landet, og dermed vil etterspørselen etter landets valuta bli redusert og valutakursen presses nedover. Hvis myndighetene ønsker en stabil valutakurs – og med et fastkurssystem har man jo forpliktet seg til å forsvare valutakursen – må man aktivt inn i markedet for å presse kursen oppover. På kort sikt kan dette bare gjøres ved at sentralbanken kjøper egen valuta i markedet, noe som vil redusere pengemengden og dermed virke motsatt av rentesenkningen.

Dette blir kalt det makroøkonomiske trilemmaet (Krugman og Obstfeld 2006). Det er umulig for et land å samtidig ha fri kapitalflyt, uavhengig pengepolitikk og faste valutakurser – minst ett av disse målene må oppgis. Ønsker man ikke en aktiv kontroll av kapitalbevegelser over landegrensene må man enten leve med den usikkerheten en varierende valutakurs kan bety for handelsbalansen og konkurranseutsatt næringsliv, eller man må gi opp å bruke rentenivået som et stabiliserende makroøkonomisk virkemiddel.



Figur 2: Det makroøkonomiske trilemma.

*Et land med åpen økonomi kan ikke samtidig oppnå mer enn maksimalt to av målene i trekantens hjørner, og må akseptere en av langsiden. Etter Krugman og Obstfeld 2006: 630.*



Et annet utslag av dette er at et land som opplever kapitalflukt i en situasjon med fast valutakurs, er tvunget til å enten bruke pengepolitiske virkemidler for å forsvare valutakursen, eller gå over til flytende kurs. Begge disse virkemidlene kan ha ubehagelige konsekvenser. Det er begrenset hvor lenge landets sentralbank kan drive støttekjøp av egen valuta, og en kraftig heving av rentenivået for å tiltrekke seg utenlandske investeringer vil føre til store problemer for både innenlandsk næringsliv og privatpersoner som har gjeld. Samtidig vil en endring fra fast til flytende kurs, i en situasjon med kapitalflukt, høyst sannsynlig medføre en kraftig devaluering av valutaen. Det vil gi prisstigning på importerte varer og dermed mulighet for økt inflasjon, bedrifter med gjeld i utenlandsk valuta vil få store problemer, og landets utenlandsgjeld vil øke like mye som egen valuta mister verdi.

Det valget staten i praksis er tvunget til å gjøre i en slik situasjon, er med andre ord om rentepolitikken skal brukes inn mot tilbudssiden eller på etterspørselssiden i økonomien. En politikk som skal tiltrekke seg utenlandske investeringer, samt hindre at hjemlige investorer forlater landet til fordel for andre markeder, innebærer at myndighetene velger å fokusere på tilbudssiden. En etterspørselsorientert politikk vil innebære at myndighetene senker rentenivået for å opprettholde aktiviteten i økonomien, selv om dette innebærer en kraftig devaluering av valutaen.

### **3.1.1. Kapitalflyt over landegrensene**

Kapitalflyt over landegrensene kan deles i to hovedkategorier: Gjeldsopptak fra mottakerlandet og utenlandske investeringer (Krugman og Obstfeld, 2006). Hovedskillet mellom kategoriene går på at ved gjeldsopptak forplikter mottakerlandet seg til å betale tilbake på et gitt tidspunkt, mens ved en investering er det investoren som selv løper risikoen på hvorvidt investeringen gir avkastning eller ikke.

Krugman og Obstfeld (2006) skiller mellom fem ulike hovedtyper av kapitalflyt over landegrensene, hvorav de tre første er gjeldsopptak mens de to siste dreier seg om utenlandske investeringer:

- 1) Salg av obligasjoner til utlandet. Utenlandske investorer kjøper verdipapirer de har rett til å løse inn på et senere tidspunkt.
- 2) Lån fra private banker. Fra tidlig 1970-tall og til slutten av 1980-tallet var omfanget av lån direkte fra private banker til utviklingsland relativt omfattende. Den relative betydningen av denne typen kapitalstrømmer har sunket utover 1990-tallet.

- 3) Lån fra stater eller offentlige institusjoner, som Verdensbanken, Det internasjonale pengefondet (IMF), eller regionale institusjoner som Den inter-amerikanske utviklingsbanken.
- 4) Direkte utenlandsinvesteringer, Foreign Direct Investment (FDI)
- 5) Portofolioinvesteringer

Direkte utenlandsinvesteringer og portofolioinvesteringer kan defineres som følger:

«'Direct' investment is defined as the investment by one firm in another with the intention of gaining a degree of control over that firm's operations. 'Foreign' direct investment is simply direct investment which occurs across national boundaries, that is, when a firm from one country buys a controlling investment in a firm in another country or where a firm sets up a branch or subsidiary operation in another country. It differs from 'portfolio' investments which refers to the situations in which firms purchase stocks/shares in other companies purely for financial reasons. But, unlike direct investment, portfolio investments are not made to gain control.»

Dicken, 2003: 51-52

Et viktig skille mellom FDI og portofolioinvesteringer er tidsperspektivet. Der FDI som regel er investeringer gjort med et langsiktig perspektiv, er portofolioinvesteringer mye mer flyktige og også svært følsomme i forhold til ustabilitet i de finansielle markedene.

### **3.2. Betalingsbalansen overfor utlandet**

Størrelsen på pengestrømmene inn og ut av et land vises på landets betalingsbalanse overfor utlandet. Betalingsbalansen består av to strømninger: handels- og kapitalbalansen (Krugman og Obstfeld 2006). Handelsbalansen viser forholdet mellom import og eksport av varer og tjenester, kapitalbalansen viser kjøp og salg av finansielle verdipapirer – inkludert endringer i landets gjeld eller fordringer til andre land.

Det er viktig å skille mellom landets totale betalingsbalanse overfor utlandet og landets offentlige balanse overfor utlandet. Handels-, kapital- og betalingsbalansen er aggregerte størrelser for de samlede bevegelsene av varer, tjenester og kapital inn og ut av landet, dvs størrelsene omfatter både offentlig og privat sektor. Økende utenlandsgjeld på grunn av et vedvarende handelsunderskudd trenger dermed ikke bety at landets offentlige gjeld øker, gjelden kan like gjerne være tatt opp i privat sektor.

Vedvarende underskudd på handelsbalansen må dekkes opp av kapitalstrømmer inn til landet. Dette trenger ikke nødvendigvis bety opphopning av gjeld, da disse kapitalstrømmene også kan være investeringer og ikke bare låneopptak. Men over tid er det vanskelig å unngå gjeldsoppbygging ved vedvarende handelsunderskudd.

Mer alvorlig, ikke minst for tilliten i finansmarkedene, er det hvis et land har såkalt dobbelt underskudd, det vil si underskudd på handelsbalansen samtidig med underskudd på budsjettbalansen. Da vil landet som helhet akkumulere gjeld til utlandet samtidig som staten akkumulerer gjeld. Over tid vil en slik situasjon være vanskelig å opprettholde, fordi det for de aller fleste land er begrenset hvor lenge man har tilgang til nødvendig kreditt og goodwill i finansmarkedene for å ta opp stadig nye lån.<sup>8</sup>

### **3.3. Finansiell liberalisering og integrering av finansmarkedene**

Siden annen verdenskrig har veksten i handel vært større enn veksten i produksjon. Veksten i omfanget av finansielle transaksjoner har vært enda sterkere. I 1990 ble det utført kortsiktige valutatransaksjoner tilsvarende 18 ganger verdien av internasjonal varehandel. Åtte år senere, i 1998, var dette tallet økt til 60 (Hoogvelt 2001). Denne økningen er et klart uttrykk for den finansielle siden av den økonomiske globaliseringen. Verdens finansmarkeder er i dag integrert i hverandre i langt større grad enn hva tilfellet var for 20-30 år siden, og finansiell integrasjon har blitt kalt den ledende kraft i globaliseringen (Aglietta 1998).

Dette er en utvikling som henger tett sammen med den liberaliseringen av verdens finansmarkeder som har foregått de siste 30 årene, en liberalisering som kan karakteriseres ved at markedet bestemmer hvem som kan innvilge og motta kreditt, samt til hvilken pris kreditten gis. Williamson og Mahar (1998: 2) setter opp følgende seks dimensjoner ved finansiell liberalisering:

1. Eliminering av kredittkontroll
2. Deregulering av rentefastsettelse
3. Fri adgang til banksektoren og finansindustrien
4. Autonomi for banker<sup>9</sup>
5. Privateide banker
6. Liberalisering av internasjonale kapitalstrømmer

Denne liberaliseringen har foregått med ulikt tempo og ulikt omfang i forskjellige land, og det er en rekke eksempler på at land har liberalisert noen deler av finansnæringen raskere enn

---

<sup>8</sup> Dagens situasjon (2006) i USA er et unntak, landet har store underskudd på både handelsbalanse og budsjettbalanse, men USA er i en ekstraordinær situasjon fordi landets markeder betyr så mye for andre land. Derfor er sentralbanker i for eksempel Sørøst-Asia fortsatt villige til å opprettholde dollarkursen ved kjøp av amerikanske statsobligasjoner, fordi deres egne eksportører vil miste markedsandeler ved et kraftig fall i dollarkursen.

<sup>9</sup> Autonomi for bankvesenet står ikke i motsetning til et system med en sterk og aktiv sentralbank. Dessuten styrer sentralbanken fortsatt i stor grad rentenivået i økonomien gjennom styringsrenten også når bankenes rentefastsettelse er liberalisert

andre deler (Williamson og Mahar, 1998). I mange land har liberalisering av landets egne finansmarkeder blitt etterfulgt av reduksjon eller fullstendig fjerning av kontroll over internasjonale kapitalbevegelser (Demirgüç-Cunt og Detragiache, 1998).

Dereguleringen av finansmarkedene startet på 1960-tallet blant de opprinnelige medlemmene av OECD. Den første liberaliseringen skjedde gradvis, og begynte med liberalisering av langsiktige investeringer, direkteinvesteringer og handelstransaksjoner (Griffith-Jones et.al. 2001). Selv de mest avanserte industrialiserte økonomiene ventet til slutten av 1980-tallet før kortsiktige kapitalbevegelser ble liberalisert. Land som har blitt medlemmer av OECD på senere tidspunkt – land som Hellas, Spania og Portugal, og de nyeste medlemmene Tsjekkia, Polen, Ungarn, Sør-Korea og Mexico – har liberalisert i et langt høyere tempo enn de første OECD-landene (Griffith-Jones et.al. 2001). Dette er i all hovedsak også tilfelle for land utenfor OECD-området som har liberalisert de finansielle markedene sine. For mange land har dette skjedd gjennom programmer med Verdensbanken og IMF.

### **3.3.1. Funksjonelt integrerte finansmarkeder og aktørenes rolle**

Dereguleringen av finansielle markeder bør sees i sammenheng med økt globalisering av andre markeder. Selskap som investerer i andre land vil ha økt behov for tilgang til finansielle tjenester både i det landet de har investert, men også i hjemland og tredjeland. Dermed bidrar endringen i produksjonsstrukturer til et press for økt finansiell integrasjon på tvers av landegrensene. Michel Aglietta, som er blant dem som snakker om at det har vært en krise i det fordistiske produksjonsparadigmet (se kapittel 2), skriver

«The opening of financial markets was the result of the crisis of Fordism coming into conjunction with the increase in economic integration.»

Aglietta 1998: 68

Ved å ta hensyn til den før nevnte kvalitative distinksjonen mellom internasjonalisering og globalisering, er det mange trekk som viser at det er grunn til å snakke om en globalisering av finansmarkedene, i og med at de finansielle markedene i økende grad har blitt funksjonelt integrert med hverandre. Stephany Griffith-Jones skriver for eksempel følgende:

«First, capital markets have become increasingly globalized and integrated. Domestic markets became progressively more integrated with each other and with off-shore ones. Capital flows across borders intensified and the number of institutions operating in foreign centres increased. Furthermore, the global interlocking of national financial markets has far exceeded the global interlocking of national productive structures, as the very rapid growth of international financial flows was far quicker than the growth of trade and direct investment.»

Griffith-Jones 1998: 22-23

Sammen med dereguleringen av de finansielle markedene har den revolusjonerende utviklingen innen informasjonsteknologi vært en nøkkelfaktor bak veksten i finansiell integrasjon på tvers av landegrenser (Laulajainen 2000).

Integrasjonen blir funksjonell gjennom aktørenes handlinger. Krugman og Obstfeld (2006) skiller mellom fire typer aktører i de finansielle markedene: Multinasjonale selskap, kommersielle banker, andre finansinstitusjoner, og sentralbanker. I tillegg kommer internasjonale institusjoner som IMF, Verdensbanken og regionale banker.

Multinasjonale selskaper vil gjennom utenlandske direkteinvesteringer bidra til funksjonelt integrerte finansmarkeder, fordi selskapene særlig ved større investeringer vil ha behov for finansielle tjenester vertslandet for investeringslandet ikke kan tilby (Mogulliansky 2002). Bank- og finansnæringen i seg selv stadig tettere funksjonelt integrert, gjennom tette, kompliserte nettverk av eierskap og krysseierskap. For eksempel er fire av de ti største bankene i Brasil helt eller delvis eid eller kontrollert utenlands<sup>10</sup>. Sentralbankene bidrar til integrering av markeder både ved å utstede obligasjoner og ved egne investeringer.

De institusjonelle investorene er en aktørgruppe som har vokst fram blant annet på grunn av den finansielle dereguleringen (Aglietta 1998). Disse investorene omfatter både fond eid av få, men store og rike investorer, som George Soros' Quantum-fund, men også offentlige og private pensjonsfond, aksjefond, med mer. Disse investorene har på mange måter blitt instrumenter for spredning og utbredelse av finansiell rikdom (Aglietta 1998), og det er et tydelig utviklingstrekk i internasjonale finansmarkeder at enkeltinvestorer i økende grad har delegert ansvaret for forvaltning av midler til profesjonelle fondsforvaltere (Griffith-Jones 1998). Dette har medført at blant annet derivatmarkeder er dominert av et relativt lite antall svært store institusjonelle investorer (Griffith-Jones 1998).

Det finnes mange forskjellige typer institusjonelle investeringsfond, og investeringsprofilen kan variere sterkt fra ett fond til et annet. Noen er langsiktige og tar lav risiko, som for eksempel en del pensjonsfond ofte gjør, mens andre spesialiserer seg i å hente ut kortsiktig profitt ved raske kapitalforflytninger. Mange av de institusjonelle investorene tenderer imidlertid til å ha en annen oppførsel i markedet enn andre investortyper, for eksempel ved å i større grad forholde seg til kortsiktige lønnsomhetsmål (Aglietta 1998). Typisk for en del av de

---

<sup>10</sup> Tall fra mars 2006. De fire største bankene er imidlertid nasjonalt kontrollert, statlig eller privat. Tilsvarende tall fra juni 1999 viser tre utenlandsk kontrollerte banker blant de ti største. Tall hentet fra Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/Eis/Top50/Port/default-i.asp?idioma=I&id=50top>.

sistnevnte fondene, for eksempel de såkalte Hedge Funds<sup>11</sup>, er at de er involvert i en rekke ulike markeder og ulike verdipapirer samtidig (Krugman 2000). Det er dessuten ikke uvanlig for denne typen fond at de forvalter verdipapirer for betraktelig høyere beløp enn det fondenes eiere har skutt inn av aktive midler – fond med godt rykte har klart å holde markedsandeler verdt opptil hundre ganger den innskutte kapitalen fra eierne (Krugman 2000).

### **3.3.2. Liberalisering à la Latin-Amerika**

Liberaliseringen av de finansielle markedene på 1990-tallet omfattet også finansmarkedene i utviklingsland og i de framvoksende markedene, og målet med disse prosessene var blant annet å åpne finansmarkedene i utviklingsland for både større investeringsvolum, men også et bredere spekter av ulike typer kapitalflyt (Dodd 2002). Dette har medført dyptgripende kvalitative endringer av kapitalstrømmene til utviklingsland. Der banklån tidligere var den dominerende typen av kapitalstrømmer, har liberaliseringen av kapitalmarkedene medført langt større variasjon i ulike typer kapitalstrømmer over landegrensene.

Liberaliseringen i Latin-Amerika må sees i sammenheng med den generelle liberaliseringen av verdens finansmarkeder som har foregått de siste 30 årene. De fleste latinamerikanske landene liberaliserte finanssektoren i løpet av 1980- og 1990-tallet (Stallings og Studart 2002). Dette innebar å gå fra et system med sterk styring fra myndighetene til å la kommersielle banker på egen hånd bestemme hvem de skal låne penger til, samt størrelse og pris på lånene. Omtrent samtidig ble finansbevegelser over landegrensene liberalisert, noe som tillot lokale banker å ta opp lån i utenlandsk valuta, og åpnet banksektoren opp for utenlandske banker. Ofte skjedde dette uten at myndighetene hadde etablert et tilstrekkelig system for overvåkning og regulering av markedene. Resultatet av dette var i flere land en sterk økning i kredittnivået, manglende balanse med hensyn til forfallstidspunkt på lån tatt opp i fremmed valuta<sup>12</sup>, og i noen tilfeller bankkriser (Stallings og Studart 2002). Ubalanse i banksektoren er imidlertid ikke et isolert fenomen i de såkalte framvoksende markedene, en rekke industrialiserte land har gjennomgått mer eller mindre alvorlige kriser i banksektoren i etterkant av finansiell liberalisering (se eksempelvis Williamson og Mahar 1998, og Griffith-Jones et.al. 2001).

Stallings og Studart (2002: 10ff) peker på fem typiske utviklingstrekk i Latin-Amerika som følge av liberaliseringen:

---

<sup>11</sup> Begrepene «Hedge Fund» og «hedging» bør ikke blandes. Hedging refererer til å redusere risiko, ved for eksempel å beskytte investeringer mot endringer i eksempelvis valutakurs eller rentenivå. Hedge Funds er fond som spesialiserte seg i å drive med det motsatte, ved hjelp av spekulative plasseringer i ulike finansielle markeder søker disse fondene å tjene penger på nettopp den usikkerheten som bedrifter som driver med hedging forsøker å unngå (Krugman 2000).

<sup>12</sup> Hvis flere store lån i samme valuta forfalt omtrent samtidig, kunne dette medføre til dels store kapitalbevegelser over landegrensene – noe som kunne gi forstyrrelser i valutakursene.

1. Den finansielle sektoren har både blitt større og mer dyptgripende. Blant annet har mange land opplevd kraftig reduksjon i inflasjonen, noe som har bidratt til økt sparevillighet, i tillegg til at de finansielle institusjonene har blitt mer robuste.
2. Banker har fått lov til å ta del i nye aktiviteter, eksempelvis forsikring og derivathandel, samt å eie annen virksomhet.
3. Utenlandske aktører har fått økt betydning i finanssektoren, både gjennom privatiseringer, oppkjøp og sammenslåinger. I Brasil økte utenlandske bankers andel i banksektoren fra 8 prosent i 1994 til 17 prosent i 1999, og 23 prosent i år 2000. Veksten var imidlertid langt sterkere i Argentina (fra 18 til 49 prosent) og Chile (fra 16 til 54 prosent).
4. Antallet banker har blitt redusert, som en konsekvens av privatiseringer og sammenslåinger, og de største bankene har fått en enda større andel av markedet.
5. Kapitalmarkedene har til en viss grad blitt differensiert, det vil si at markedene har blitt utvidet til å omfatte flere typer produkter og finansielle aktiviteter. Dette skyldes flere ting, blant annet økt tilstrømning av portefolioinvesteringer i regionen fram til 1998.

Utviklingen av de finansielle markedene i Latin-Amerika har imidlertid ikke foregått parallelt med hensyn til omfang og hastighet. For eksempel gikk 80 prosent av direkte utenlandsinvesteringer til Latin-Amerika i 1999 til fire land: Argentina, Brasil, Chile og Mexico (Mogulliansky 2002). Det institusjonelle rammeverket for derivathandel er også svakt i hele regionen, med unntak for Brasil (Mogulliansky 2002).

### **3.3.3. Obligasjonsmarkeder i framvoksende markeder**

Den finansielle liberaliseringen har også bidratt til at obligasjonsmarkedene i særlig framvoksende markeder har blitt langt mer utviklede og avanserte. Det har blant annet skjedd fordi flere lands myndigheter har hatt behov for nye metoder til å finansiere nasjonale budsjettunderskudd, og gjeldsopptak har i større grad enn før foregått i nasjonale markeder (Turner 2002). I tillegg har økningen i kapitalflyt til framvoksende markeder gjort det nødvendig å utvikle markeder som kan fange opp disse kapitalstrømmene, for å forsøke å unngå framveksten av for store finansielle og spekulative bobler.

Selv om framveksten av obligasjonsmarkeder har i første rekke vært drevet fram av finansielle behov i offentlig sektor, så har også privat sektor de siste årene fått tilgang til et videre spekter av langsiktige finansieringsmuligheter (Turner 2002). Et selskap kan da velge å selv

utstede obligasjoner, istedenfor at nye finansieringsbehov kun må dekkes gjennom banklån eller aksjeemisjoner.

### 3.4. Forsterkning og tillit

Den økonomiske integrasjonen har gjort at investorer kan flytte stor summer over store avstander på kort tid i langt større grad enn før. Dette har gjort mange markeder langt mer ustabile, og sårbare overfor brå endringer i kapitalstrømmene. Dermed blir det å ha tillit i markedet svært viktig, fordi forventningene om markedsutvikling er sterkt medvirkende til hvordan prisen på verdipapirer utvikler seg.

Utviklingen i verdien på verdipapirer er på mange måter informasjon om hvordan underliggende, realøkonomiske forhold utvikler seg i de realverdiene som verdipapiret skal gjenspeile. Verdien er sammensatt av faktorer som forventet avkastning (utbytte av aksjer eller rente av obligasjoner og bankinnskudd), omsetningsverdi, risiko for tap, og prisutviklingen på andre verdipapirer og i andre markeder. Dette innebærer at verdien på et verdipapir henger tett sammen med forventet verdiutvikling, forventet pris i morgen er avgjørende for prisutviklingen i dag. Hvis alle tror at en aksje skal falle, vil de aller fleste ønske å selge så tidlig som mulig. Dermed blir tilbudet av aksjen økende, mens ingen vil kjøpe og etterspørselen stuper, aksjekursen faller, og kursfallet forsterkes ved forventningen om et ytterligere kursfall.

En slik effekt kan like gjerne forsterke en oppgang. Hvis det eksisterer en generell forventning om kursoppgang vil mange være interessert i å hive seg på for å tjene penger, da stiger etterspørselen samtidig som kanskje ikke så mange ønsker å selge fordi man regner med å få mer igjen for aksjene sine i morgen enn i dag. Dermed kan man få en verdiøkning det kanskje ikke er realøkonomisk grunnlag for, basert på forventninger i markedet, og resultatet kan være en prisboble.

Tillit og mistillit i markedet henger tett sammen med slike selvoppfyllende prosesser. Hvis markedet ikke har tillit til en aksje, en valuta eller for den saks skyld et lands myndigheter, kan det føre til kraftig prisfall fordi de fleste aktørene forventer at andre aktører vil selge seg ut.

Slik tillit har en tendens til å dømme land og myndigheter ulikt. I 1992 ble Storbritannia tvunget til å trekke seg fra det europeiske valutasamarbeidet og la det britiske pundet flyte, noe som førte til en reell devaluering på omkring 15 prosent. Aktørene i markedet vurderte at denne devalueringen var tilstrekkelig for å få rettet opp i ubalansen i britisk økonomi, og den kapitalflukten som hadde tvunget fram devalueringen stoppet opp (Krugman, 2000). Drøyt to år seinere, ved årsskiftet 1994-95, forsøkte Mexico å stanse kapitalflukt med en devaluering på 15 prosent, noe som i stor grad bare økte kapitalflukten fordi markedene regnet med at pesoen kom



til å bli ytterligere svekket – dermed tiltok kapitalflukten, pesoen fortsatte fallet, og det som i ettertid har blitt kalt Tequilakrisen var et faktum. Den samme effekten av tap av tillit forsterket finanskrisen i Sørøst-Asia i 1997 (Krugman, 2000).

I noen tilfeller fører slike selvoppfyllende prosesser til ren panikk, hvor alle forsøker å komme seg ut. Dette kan skje i de finansielle markedene selv om det ikke er noe i de underliggende økonomiske fundamentene som tilsier et kraftig finansielt verdifall – nettopp fordi det er forventningene om et verdifall som gjør at fallet fortsetter.

Mange land som har blitt rammet av finansielle kriser de siste 10-15 årene, har gjort det de har kunnet for å gjenopprette tilliten til økonomien. Dette har medført at politikken har blitt innrettet mot å stanse kapitalflukt, og aller helst tiltrekke seg investeringer, ved hjelp av økt rentenivå (Krugman, 2000). Prisen for dette blir imidlertid en tilstramning i den økonomiske politikken, hvor redusert aktivitet og økt ledighet er sannsynlige resultater (se kap 3.1).

### **3.4.1. Smitte**

At økonomiske problemer smitter fra land til land er ikke et nytt fenomen, og er heller ikke særlig vanskelig å forstå. Et kraftig fall i etterspørselen i USA vil naturlig nok ha negativ innvirkning på land med stor eksport til det amerikanske markedet. Den økende integrasjonen i de finansielle markedene har imidlertid økt faren for slik smitte. Som nevnt (kap. 3.3.1) er markedene integrert gjennom aktørenes handlinger, og når store finansielle aktører er engasjert i mange markeder samtidig kan flere lands økonomier i praksis være funksjonelt integrert med hverandre også uten mange direkte økonomiske bånd mellom landene. Finansielle markeder i to land som knapt handler med hverandre kan være funksjonelt integrert hvis finansielle aktører har interesser i begge landene.

Måten de store, spekulative aktørene opererer på gjør at de relativt raskt kan tjene store penger – men samtidig kan de også være i stand til å tape store penger med usedvanlig effektivitet (Krugman, 2000). Og siden disse fondene ofte har så store og så diversifiserte porteføljer, kan store tap i ett eller flere fond samtidig bidra til at markedsuroligheter kan spre seg med stor fart og styrke. Det ble ettertrykkelig bevist under finanskrisen i Sørøst-Asia høsten 1997, hvor den thailandske devalueringen 2. juli utløste en finanskrise som spredte seg i et omfang og et tempo få på forhånd ville trodd var mulig (Krugman, 2000). Et annet konkret eksempel på finansiell smitte er da den argentinske krisen spredte seg til Uruguay i 2001. Kollapsen i det argentinske bankvesenet i desember 2001 førte til likviditetsproblemer i banker i nabolandet Uruguay fordi argentinerne trakk ut innskudd i Montevideo da tilgangen på penger i Buenos Aires ble begrenset.

Andre ganger kan smitten være vanskeligere å forstå. På tross av få direkte forbindelser førte krisen i Mexico i 1994-95 til finansiell uro i Argentina. Muligens var denne smitten et utslag av at investorer – rasjonelt eller ikke – oppfattet Argentina som et usikkert sted fordi Mexico var i trøbbel, at landenes økonomier om ikke annet var forbundet i investorenes bevissthet (Krugman 2000).

### 3.5. Nye finansielle instrumenter

Liberaliseringen og dereguleringen av de finansielle markedene har sammen med økningen i omfanget av direkte utenlandsinvesteringer gjort at mange investorer har utsatt seg for helt nye typer risiko. Dette skyldes flere forhold. Ett poeng er at verdens finansmarkeder de siste årene er langt mer skiftende og ustabile, med sterkere verdisvingninger over kortere tid, enn hva tilfellet var på for eksempel 1970-tallet. En annen faktor er, som nevnt i kapittel 3.3.1, at utenlandske direkteinvestorer bærer en langt større del av risikoen ved investeringen enn hva tilfellet var i de mer tradisjonelle lånemarkedene på 1970- og 1980-tallet – hvor det var låntageren som satt med risikoen for endringer i både rentenivå og valutakurs (Dodd 2002).

Et selskap som har gjort en langsiktig direkteinvestering i et annet land, vil som regel ønske å minimere den finansielle risikoen for dermed å kunne fokusere på det selskapet oppfatter som sine kjerneoppgaver (Smithson og Smith 1995). Et selskap som har investert i jernbanedrift er i første rekke interessert i å tjene penger på å kjøre tog, og vil som regel i størst mulig grad søke å forsikre seg mot risiko for tap på grunn av ustabilitet i de finansielle markedene.

Dette har bidratt sterkt til at det har vokst fram en rekke nye finansielle produkter de siste 20-30 årene. Den typen jeg vil fokusere på er derivater, som har som primærfunksjon å fasilitere overføring av risiko mellom ulike økonomiske aktører – det vil si fra risikoaverse til risikovillige aktører (Tsetsekos og Varangis 1998). Dermed unngår investoren den risikoen store prisvariasjoner over kort tid innebærer – men fraskriver seg samtidig muligheten for økt fortjeneste som kunne kommet ved prisvariasjon i egen favør. Det er imidlertid hele poenget: Å overføre risiko fra en aktør som ønsker sikkerhet og forutsigbarhet til en aktør som vil tjene penger på nettopp de kurssvingningene som andre ønsker å unngå.

Derivater er verdipapirer som ikke representerer noen verdi i seg selv, i motsetning til eksempelvis et aksjebrev som representerer en eierandel i et selskap, men hvor verdien er knyttet til verdien av underliggende verdier eller verdipapirer. Edward LiPuma og Benjamin Lee (2004) definerer derivater på følgende måte:

«A derivative is a species of transactable contract in which (1) there is no movement of capital until its settlement, (2) the change in the price of the underlying asset determines

the value of the contract, and (3) the contract has some specified expiration date in the future.»

LiPuma og Lee, 2004, 33-34

En av de vanligste, og for så vidt enkleste derivat-typene, er forward-kontrakter. Disse forplikter partene til å gjøre en transaksjon til en gitt pris på et avtalt tidspunkt (Smithson og Smith 1995). La oss si at importør A venter en skipslast buks fra USA, en skipslast som koster 100.000 dollar fra den amerikanske leverandøren. Regningen for buksene forfaller for eksempel 13. november 2006. Men siden importør A ikke aner hva dollarkursen kommer til å være i november, kan A inngå en forward-kontrakt med B om å kjøpe 100.000 US dollar den 13. november 2006, til kurs 6,15 og for 615.000 kroner. På denne måten vet A allerede nå hva buksene koster, i norske kroner, og kan planlegge utsalgspris i butikkene uavhengig av valutasvingninger. Risikoen for valutasvingninger er overført fra importør A til finansaktør B. B er trolig en bank eller en annen finansiell investor, en aktør som tjener penger på finansplasseringer og som i dette eksemplet satser på at dollarkursen 13. november 2006 er høyere enn 6,15.

Andre av de vanligste derivattypene er futures, swaps og options. Futures er svært like forward-kontrakter, men skjer i regulerte markeder med langt mer standardiserte kontrakter og gjennom et såkalt Clearing House som mellomledd (Jarrow og Turnbull 2000). Dette mellomleddet både kjøper og selger future-kontrakter, og aktørene i markedet forholder seg dermed kun til Clearing House som motpart når future-kontrakter inngås. Swaps innebærer to transaksjoner, en når kontrakten inngås og en returtransaksjon ved en gitt dato til en gitt pris. For eksempel kan A selge 100.000 US dollar til B for 615.000 kroner i dag, og kjøper dollarene tilbake fra B om et halvt år, eventuelt til en annen kurs partene blir enige om. Den som kjøper options skaffer seg retten til å kjøpe et verdipapir til en gitt pris innen en gitt dato – men uten at man er forpliktet til å gjøre bruk av denne retten (Smithson og Smith 1995). Selskapet som skulle importere buks i forrige avsnitt kan for eksempel kjøpe options-kontrakter med rett på å veksle 100.000 US dollar for 615.000 kroner i november, og så vente til november på å finne ut hvorvidt dette er lønnsomt eller ikke.

De konkrete eksemplene over viser hvordan derivater kan brukes i forhold til valutahandel. De samme instrumentene brukes også i forhold til rentenivå, eller i forhold til pris på landbruksvarer som korn og melk. Gilde kan for eksempel avtale på forhånd med sauebøndene hvilken kilopris lammekjøttet skal ha til høsten. Dermed overtar Gilde risikoen for

prisvariasjon fra hver enkelt bonde, mens Gilde på sin side kan kvitte seg med risikoen ved å kjøpe andre derivater<sup>13</sup>.

Det finnes utallige variasjoner av disse derivattypene, og en lang rekke andre. Poenget her er ikke å gi en fullstendig oversikt, men å nevne noen måter slike finansielle instrumenter kan benyttes. Det er videre verdt å merke seg at ikke bare selskaper som skal beskytte sine investeringer er engasjert i handel med derivater. Også mer spekulative aktører handler i utstrakt grad med denne typen verdipapirer – men da for å spekulere i verdisvingninger i seg selv og ikke for å minimere egen risiko. Slik spekulasjon har en tendens til å øke i omfang i perioder med finansiell ustabilitet.

Derivater og andre lignende finansielle instrumenter startet å utvikle seg allerede kort tid etter sammenbruddet i Bretton Woods-systemet med globale, faste valutakurser i 1973, og den påfølgende overgangen til et globalt regime med flytende valutakurser (Smithson og Smith 1995). I starten var disse instrumentene hovedsakelig i bruk i interne markedet innen bankvesenet, interbankmarkedet, men etter hvert ble de mer tilgjengelige for andre typer aktører.

Det er imidlertid noe misledende å kalle disse finansielle instrumentene nye. Ved Chicago Board of Trade har man handlet med futures siden 1856 – og historikere har funnet bevis for handel med futures i både Europa og Japan så langt tilbake som 1600-tallet. Forward-kontrakter skal kunne spores tilbake til 1200-tallet, og options til 1600-tallet (Smithson og Smith 1995). Derfor er det kanskje mer presist å snakke om en gjenoppdaging av instrumenter for å spre finansiell risiko. Grunnen til at dette ofte omtales som nye instrumenter er vel like mye at instrumentene har blitt brukt på nye måter i de finansielle markedene de siste 20-30 årene, samt at omfanget av dem har eksplodert i det samme tidsrommet.

Det er vanskelig å anslå omfanget av handelen med derivater og andre finansielle forsikringsinstrumenter, både fordi de ulike markedene er såpass komplekse, og fordi mange av kontraktene som blir inngått – som options – aldri blir innløst. Det er imidlertid ingen tvil om at omfanget av denne typen transaksjoner har økt kraftig de siste 20-30 årene.

### **3.5.1. Sammenhengen mellom privatisering og direkteinvestering**

Behovet for finansiell forsikring vil variere fra land til land, og fra bransje til bransje. Mogulliansky (2002: 4-6) skisserer fire ulike kategorier utenlandske direkteinvestorer, med svært forskjellig behov for å beskytte sine investeringer:

---

<sup>13</sup> Dette er, som de øvrige eksemplene, kun et tankeeksperiment for å illustrere poenget med risikospredning gjennom derivathandel. I virkelighetens verden reguleres norske kjøttpriser gjennom helt andre avtaler.

(I) Multinasjonale selskaper som utvinner råvarer, solgt på det internasjonale markedet, vil i stor grad ha gjeldsforpliktelser og inntekter i samme valuta, og dermed være lite utsatt for endringer i valutakurs.

(II) Multinasjonale selskaper som har rettet produksjonen inn mot lokale markeder, men som har spredt investeringene i mange land og regioner, vil ha inntekter i lokal valuta mens gjeldsforpliktelser ofte er i hjemlandets valuta eller en av verdens dominerende valutaenheter. Dette innebærer en viss risiko i tilfelle endringer i valutakurser, men siden selskapene har spredt investeringene sine er den totale risikoen ofte relativt lav. Selskap som har større grad av investeringene konsentrert i færre land eller regioner (III) vil være mer sårbare for slike endringer, og disse selskapene tenderer å beskytte sine investeringer i større grad.

(IV) Den gruppen av selskaper som kanskje er mest utsatt for risiko, er selskaper som har investert i offentlige tjenester som har blitt privatisert. Dette er fordi selskapene så godt som alltid vil generere inntektene sine i lokal valuta, mens investeringene ofte er så store at det er nødvendig å skaffe finansiering fra finansmarkeder i andre land enn der investeringene blir gjort.

Privatisering av offentlige tjenester var et viktig mål for betydelige deler av de utenlandske direkteinvesteringene som kom til Brasil på slutten av 1990-tallet (BNDES 2002). Dette innebærer at store deler av disse direkteinvesteringene også etterspurte finansiell beskyttelse. Brasil har det mest sofistikerte derivatmarkedet i Latin-Amerika (Mogulliansky 2002), noe som trolig skyldes den brasilianske økonomiens størrelse i forhold til de andre latinamerikanske landene.

### **3.6. Oppsummering**

Liberaliseringen av kapitalstrømmer og utviklingen av nye finansielle instrumenter har bidratt til å skape det Aglietta kaller «a complex web of financial interdependence» (Aglietta 1998, 69). De finansielle markedene er vevd sammen gjennom ulike aktørers parallelle involvering i mange typer markeder som er geografisk lokalisert tidvis samme og tidvis ulike steder, og sammenvevingen sprer seg geografisk ettersom stadig flere land åpner sine finansielle systemer og gjør sine valutaer konvertible på det internasjonale markedet. Denne utviklingen har medført at tradisjonelle virkemidler i den økonomiske politikken har blitt svekket, og den har ført til at det å ha tillit i verdens markeder har fått langt større betydning. På mange måter kan vi si at det institusjonelle rammeverket i verdensøkonomien har blitt endret, spillereglene har forandret seg.

Videre i oppgaven ønsker jeg å se nærmere på hvilke konsekvenser denne utviklingen har hatt i Brasil. Jeg vil se på hvordan myndighetene i Brasil forsøkte å unngå smitte fra finansiell ustabilitet og valutakriser som rammet andre land, og om dette har hatt innvirkning på hvilken

rolle den brasilianske staten har spilt i økonomien. Jeg vil også se på hvordan det opprinnelig spanske teleselskapet Telefonica handlet i Brasil. Telefonica hører hjemme i kategori fire i Mogullianskys inndeling av ulike typer utenlandsinvestorer, som et selskap med i utgangspunktet stort behov for å beskytte seg mot ustabilitet i valutakursene og som derfor ifølge boka er de selskapene som i størst grad benytter seg av finansiell forsikring.

## 4. Metode

Jeg har valgt kvalitativt case-studium som metode for arbeidet med denne oppgaven. I dette kapitlet vil jeg først beskrive for de viktigste prinsippene for denne forskningsmetoden, og i lys av dette vil jeg deretter begrunne de forskningsmessige valgene jeg har gjort. Case-studiet er gjort over to plan: Brasil er valgt som hovedcase for å belyse hvordan et lands myndigheter reagerer i perioder med finansiell ustabilitet, og Telefonica er valgt som case for å belyse investoratferd i Brasil i den samme perioden.

Studiet mitt er i første rekke basert på sekundærdata. De eneste primærkildene jeg har brukt, er intervjuer med den brasilianske sentralbanken og med Telefonica. Jeg har ønsket å forklare data fra situasjonen i Brasil i lys av reguleringsteorien, men også i lys av noen av endringene i de globale finansielle markedene de siste årene.

### 4.1. Case-studium – idealer og begrensninger

Samfunnsvitenskapen befatter seg med studieobjekter som alltid er åpne og som regel komplekse, og som varierer sterkt fra hverandre (Sayer 2000). Dermed blir case-studiet godt egnet som samfunnsvitenskapelig forskningsmetode, i og med at metoden ikke gjør noe forsøk på å isolere studieobjektet fra sine naturlige omgivelser. Robert Yin beskriver case-studiet som

«[...]an empirical inquiry that investigates a contemporary phenomenon within its real-life context, especially when the boundaries between phenomenon and context are not clearly evident.»

Yin 2003: 13

Case-studiet kan særlig være nyttig i tilfeller hvor forskeren bevisst ønsker å fokusere på kontekstuelle forhold, når problemstillingene som stilles dreier seg om «hvordan» og «hvorfor» for å forklare situasjoner og hendelser som forskeren har liten eller ingen kontroll over (Yin 2003). Det kvalitative case-studiet kan dermed bidra til å belyse aktørers valg og handlinger i visse situasjonsbestemte forhold, og dermed også til å forstå årsakssammenhenger.

Framgangsmåten i et case-studium vil variere fra studium til studium, og case-studier er ikke avgrenset til kvalitativ forskning (Yin 2003). Det er likevel mulig å identifisere enkelte fellestrekk som idealer for hvordan et case-studium kan utformes. Yin (2003: 160ff) setter opp følgende liste med karakteristikk for et eksemplarisk case-studium, som et ideal det er verdt å strekke seg etter, men at det i mange tilfeller vil være vanskelig å lykkes med alle punktene:

1. Case-studiet må være vesentlig, for eksempel at studiet er uvanlig og av offentlig interesse, eller at det kan sis å være viktig i en nasjonal kontekst.
2. Case-studiet må være «fullstendig». I hvilken grad studiet anses som komplett kan karakteriseres på ulike måter, for eksempel ved hvorvidt casets avgrensninger har blitt gitt spesiell oppmerksomhet, ved at all relevant informasjon har blitt innhentet, eller ved fraværet av eksterne begrensninger – som tidsbegrensninger eller finansielle begrensninger.
3. Case-studiet må vurdere alternative perspektiver, det vil si at alternative forklaringer og analyser enn det forskerens hypoteser bygger på må bli tatt opp og vurdert.
4. Case-studiet må frambringe tilstrekkelig faglig dokumentasjon, og denne dokumentasjonen bør presenteres i et mest mulig nøytralt lys så leseren selv kan gjøre seg opp en mening om hvorvidt dokumentasjonen holder faglig mål. I tillegg bør dokumentasjonen presenteres på en måte som overbeviser leseren om at forskeren kan sitt fag.
5. Case-studiet må være skrevet på en engasjerende måte.

En annen inngangsvinkel for å bedømme kvaliteten på et forskningsprosjekt kan knyttes til begrepene troverdighet, bekreftbarhet og overførbarhet (Thagaard 2002). Troverdighet dreier seg om spørsmål som hvorvidt datainnsamlingen har foregått på en troverdig måte, om forskeren kan redegjøre for hvordan dataene er utviklet, og hvorvidt der redegjøres for hva som er direkte informasjon fra eksempelvis et feltarbeid og hva som er forskerens slutninger basert på denne informasjonen (Thagaard 2002). Bekreftbarhet handler om de tolkningene som forskeren kommer fram til på bakgrunn av undersøkelsene som er gjort, blant annet om hvorvidt disse tolkningene kan understøttes av andre resultater. Overførbarhet handler om de konklusjonene som er trukket i en situasjon også kan være relevante i andre situasjoner (Thagaard 2002). Særlig i forhold til case-studier er det et mål at resultatene fra et forskningsprosjekt skal være relevante for andre tilfeller enn det caset som forskningen omfatter.

#### **4.1.1. Begrensninger ved bruk av case-studier**

I mange tilfeller vil bruk av case-studium gjøre at forskeren ikke er i stand til å gjøre statistiske generaliseringer på bakgrunn av de funnene som er gjort. Dette er en naturlig konsekvens av valget om å gå i dybden på ett eller flere case, istedenfor å gjøre en undersøkelse hvor det er nettopp slik generalisering som er målet. I mitt tilfelle har arbeidet med oppgaven gitt meg innsikt i forhold omkring Brasil og brasiliansk økonomi, samt om Telefonicas oppførsel som investor i Brasil, men jeg har ikke grunnlag for å si hvordan valutakriser i andre land vil forløpe, hvordan andre investorer vil oppføre seg, eller hvilke strategier Telefonica har brukt i andre land



enn Brasil. Kombinasjon av primærdata fra egen forskning og sekundærdata på et mer generelt nivå kan sette meg i stand til å anta, til å formulere hypoteser om hvordan for eksempel andre investorer i Brasil reagerte vinteren 1998-99, men jeg vil ikke være i stand til å konkludere.

De høye kravene som Yin stiller til det eksemplariske case-studiet vil dessuten innebære at mange case-studier vil ligge et stykke unna idealet. For eksempel vil mange forskere komme opp i situasjoner hvor ytre begrensninger legger rammer for datainnsamlingen, og at man dermed blir hindret i en komplett datainnsamling. Dette betyr ikke nødvendigvis at forskning som ikke er «eksemplarisk» etter Yins standard er verdiløs, men begrensninger i arbeidet vil medføre en svekkelse av studiet. Forskeren må være bevisst dette, samt hvilke faktorer som legger begrensninger for det spesifikke studiet.

## **4.2. Innhenting av data**

Jeg har, med unntak av to intervjuer gjort med representanter for den brasilianske sentralbanken og med Telefonica Brasil, benyttet meg av ulike typer sekundærkilder. Statistikk har i all hovedsak vært hentet fra den brasilianske sentralbankens hjemmesider, først og fremst i form av ulike statistikk som banken har lagt ut, men også til en viss grad i form av årsrapporter. Alt materiale som er brukt fra sentralbanken er offentlig tilgjengelige på bankens hjemmesider. Statistisk materiale har også i noen grad blitt innhentet fra BNDES, den brasilianske utviklingsbanken, og jeg har brukt årsrapporter fra Telefonica. Alt dette er også tilgjengelig elektronisk. I tillegg har jeg hentet sekundærdata i form av litteratur.

De eneste primærdataene jeg har er to intervjuer, gjort med Daniel Gomes og Luis Lima i Telefonica i Brasil, og med Pedro Fachada i brasilianske sentralbanken. Jeg skulle gjerne hatt flere intervjuer, men opplevde det som vanskelig å komme i kontakt med de informantene jeg først og fremst ønsket – multinasjonale selskap i telesektoren. Da jeg til slutt fikk en intervjuavtale med Telefonica Brasil, var det på litt over en ukes varsel. Jeg valgte da å gripe den sjansen jeg fikk til å få direkte kontakt med Telefonica, men konsekvensen var at jeg av både tidsmessige og finansielle årsaker måtte begrense feltarbeidet mitt til i underkant av to uker. Jeg sendte deretter forespørsler til flere andre selskaper, i tillegg til ulike offentlige institusjoner i Brasil. Den viktigste av disse var den brasilianske sentralbanken, som stilte til intervju.

Det er viktig å være klar over at forskeren ved bruk av kvalitativ metode til en viss grad skaper sine data (Thagaard 2002). I mitt arbeid har dette skjedd både ved at jeg har vært nødt til å foreta et avgrenset utvalg av tilgjengelige sekundærdata – særlig når det gjelder litteratur, men også hva angår statistisk materiale – men også gjennom intervjuene. Faren ved dette er at jeg kan få akkurat de svarene jeg ønsker, ved at jeg bruker de dataene som passer best til det jeg ønsker å

få bekreftet. For å unngå dette har jeg forsøkt å være bevisst på å bruke litteratur fra ulike fagmiljøer og tradisjoner, og jeg har hatt en kritisk tilnærming til de dataene jeg har funnet.

Et annet aspekt som viser at jeg har unngått problemet med selvbekreftende forskning, er at forskningsprosjektet har endret seg noe underveis i prosessen ved at problemstillinger og bruk av teori har blitt justert. Denne fleksibiliteten i utvikling av studiet underveis i arbeidet er sentralt i kvalitativ metode (Thagaard 2002). For min del har dette kommet til uttrykk ved at handlingene til brasilianske myndigheter ble gjort viktigere siden jeg fikk gjennomført et vellykket intervju med sentralbanken, mens fokuset på utenlandske investors rolle ble noe nedtonet fordi jeg ikke fikk intervju hos andre enn Telefonica. Dette gjorde også reguleringsteorien etter hvert fikk en langt viktigere plass, mens struktureringsteorien ble skjøvet mer i bakgrunnen. Dessuten hadde jeg i utgangspunktet planlagt å fokusere utelukkende på den brasilianske økonomien i tiden opp mot valutakrisen i 1998-99, men informasjon jeg fikk fra intervjuene gjorde at jeg også valgte å se på forhold rundt ustabiliteten i Brasil i 2001-02. Det kan også nevnes at justeringen av teoribruk også har gjort at jeg har anvendt dataene på en litt annen måte enn jeg hadde trodd da jeg begynte arbeidet.

En slik fleksibilitet er også viktig med henblikk på idealet om å vurdere alternative perspektiver underveis i arbeidet. Da jeg begynte arbeidet med denne oppgaven, hadde jeg en forestilling om at atferden til utenlandske investorer hadde langt større betydning i forhold til å forklare både bakgrunnen for valutakrisen i Brasil og hvordan krisen forløp. Det at jeg underveis i arbeidet forsto at disse sammenhengene ikke var så tydelige som jeg først hadde trodd gjorde at jeg endret kursen for arbeidet en del. Det bør legges til at jeg skjønte dette en god stund før jeg intervjuet Telefonica.

#### **4.2.1. Feltarbeidet**

Hos Telefonica snakket jeg med Daniel Gomes, direktør for «Investor Relations» i Telefonica Brasil. Gomes henviste meg mot slutten til Luis Lima, sjeføkonom i Telefonica Brasil. Hos den brasilianske sentralbanken snakket jeg med Pedro Fachada, leder av bankens «Investor Relations»-gruppe. Både hos Telefonica og sentralbanken varte intervjuene i en drøy time. Intervjuene ble tatt opp på bånd, og selv om dette selvsagt kan forstyrre intervjusituasjonen var mitt inntrykk at informantene ikke lot seg affisere med at båndopptakeren var der.

Begge intervjuene foregikk på engelsk, som ikke er morsmål verken for meg eller intervjuobjektene, uten at dette utgjorde noe problem da engelsk er et sentralt arbeidsspråk for folk såpass høyt oppe i næringslivet og offentlig administrasjon. Både min og informantens aksent gjorde imidlertid at jeg var svært glad for at intervjuene ble utført ansikt til ansikt, jeg ville

hatt mye mindre utbytte av et telefonintervju og mulighetene for misforståelser ville vært langt større. Sånn som det var nå, hadde jeg muligheten til å stille oppfølgings- og presiseringsspørsmål hvis det var ting jeg enten ikke fikk med meg eller ikke forsto. Bruken av engelsk gjør selvsagt at muligheten for misforståelser uansett vil være større enn hvis intervjuene hadde foregått på felles morsmål. Ett problem kan dreie seg om muligheten for ulik forståelse av begreper. Et kanskje større problem kan være at det både i spørsmål og svar vil være større rom for at nyanser oppfattes ulikt, og at jeg som konsekvens av dette har misforstått informantene. Dette problemet er mindre ved bruk av åpent intervju enn ved bruk av mer standardiserte spørreskjemaer, men vil uansett være til stede i noen grad (Schoenberger 1991). Det eneste jeg har kunnet gjøre for å minimere dette problemet har vært å være bevisst på det, både i intervjusituasjonen og ved arbeidet med intervjuene i ettertid.

Jeg valgte et åpent intervju, men utarbeidet på forhånd en intervjuguide som inneholdt enkelte hovedpunkter som jeg ville innta i løpet av intervjuet. Begge intervjuene forløp imidlertid mer som samtaler, hvor spørsmålene mine ble formet av samtalen og i liten grad ble stilt sånn som jeg hadde formulert dem på forhånd. Telefonica fikk, etter forespørsel, tilsendt intervjuguiden på forhånd (se vedlegg). Jeg er imidlertid usikker på hvor grundig Daniel Gomes hadde sett på denne lista, og Luis Lima hadde ikke sett den. Pedro Fachada i den brasilianske sentralbanken fikk på forhånd kun en e-post hvor jeg skisserte prosjektet mitt samt sentrale problemstillinger, og han etterspurte heller ikke mer i forkant av intervjuet.

Fordelen med et åpent intervju er at man unngår en for sterk styring av samtalen fra intervjuerens side. Mulighetene for å få fram nye momenter som intervjueren ikke hadde sett på forhånd vil være større enn hvis et forhåndsplanlagt opplegg blir fulgt til punkt og prikke. Samtidig kan det være en fare for at informanten dreier samtalen i en bestemt retning, og at intervjueren dermed kan miste noe av kontrollen over intervjuet (Schoenberger 1991). Måten å unngå dette problemet på kan være å søke en samtale hvor informanten blir engasjert i studiets problemstilling, slik at informanten kan bidra til å forme intervjuets innhold uten å kontrollere det. I den grad dette er mulig å vurdere objektivt fra min side, mener jeg at jeg lyktes i dette.

En annen fordel ved å bruke denne metoden ved kontakt med store næringsaktører, er muligheten til å undersøke strategiske beslutningsprosesser hos de aktørene som studeres (Schoenberger 1991). Ett sentralt spørsmål som dukker opp i den forbindelse er selvsagt i hvilken grad man kan stole på at informanten er ærlig. Både et stort multinasjonalt selskap og representanter for offentlige myndigheter vil ofte ha et ønske om å framstå i et gunstig lys, og dette kan påvirke de svarene som blir gitt. Det er derfor viktig å ha en viss kritisk distanse til de opplysningene som framkommer. Det viktigste jeg gjorde for å sikre at jeg fikk så sannferdige

opplysninger som mulig var å være godt forberedt til intervjuene. Det at feltarbeidet skjedde relativt sent i arbeidet med oppgaven gjorde blant annet at jeg hadde stor kjennskap til de faktiske forholdene om valutakrisen i Brasil. I tillegg understreket jeg på forhånd, spesielt i forhold til Telefonica, at jeg ikke hadde noen intensjon om å få selskapet til å framstå uheldig.

Spørsmålet om hvorvidt intervjuobjektene gir riktig informasjon avhenger ikke bare av om de snakker sant, men også om de selv har tilstrekkelig kunnskap om de spørsmålene som diskuteres. I og med at mine informanter alle er såpass høyt oppe i henholdsvis Telefonica og sentralbanken, så mener jeg å ha god grunn til å tro at informantene hadde god kjennskap til temaene vi snakket om. I begge intervjuene sa informantene ved enkelte tilfeller at de ikke hadde god nok kjennskap til konkrete ting jeg spurte om, og for meg underbygger dette at de hadde god kjennskap til det de uttalte seg om. Jeg fikk ikke inntrykk av at de på noe tidspunkt ga svar som brøt vesentlig med myndighetenes/selskapets politikk, og jeg tror derfor at de svarene jeg fikk på en god måte reflekterer hva myndighetene/selskapet står for – samtidig som jeg ikke hadde følelsen av at informantene følte seg bundet av en spesiell politikk eller av noen begrensning i forhold til hva de kunne si.

#### **4.2.2. Tallmateriale**

Som nevnt er mesteparten av statistikken hentet fra hjemmesidene til den brasilianske sentralbanken. Disse tallene har jeg til en viss grad funnet ved egen hjelp, men jeg fikk også god hjelp fra sentralbanken til å orientere meg på nettsiden i etterkant av intervjuet.

I noen tilfeller har bruk av tallmateriale vært problematisk. Dette gjelder i første rekke situasjoner hvor tall kan måles på mange måter, og hvor jeg for det første ikke er sikker på hvilken målemetode som er brukt og for det andre vært usikker på hva som omfattes av tallene. Ett eksempel dreier seg om balansen på de offentlige budsjettene. Siden Brasil er en føderasjon av delstater, og disse delstatene har relativt stor grad av intern selvstyre på områder som skattlegging og offentlige utgifter (Rezende, 1998), kan det iblant være uklart hvorvidt tall for overskudd og underskudd på budsjetter har henvist til Brasil som føderasjon eller til offentlig sektor inkludert delstatene. Når begrepet i tillegg dukker opp ulike steder, gjerne med ulike tall, var det vanskelig for meg å vite hva som var inkludert hvor – og tallene ble umulige å sammenligne. Jeg har derfor søkt å være så nøye som mulig med å bare sammenligne tall jeg er helt sikker på kan sammenlignes, og som hovedregel bare hentet tall fra samme tallmatrise. I enkelte tilfeller har jeg valgt å bruke statistikk andre har samlet – med tillitt til at deres innsamlede statistikk holder vann.

Jeg har valgt å bruke amerikanske dollar og brasilianske real som valutaenheter i oppgaven, og ikke regnet beløpene om til norske kroner. Dette er gjort fordi forholdet mellom brasiliansk valuta og andre lands valutaer er relativt sentralt i oppgaven, og en konsekvent bruk av norske kroner ville vært langt mer forvirrende enn klargjørende. Dessuten har forholdet mellom amerikanske dollar og norske kroner endret seg en del i løpet av det tidsperspektivet som oppgaven omhandler.

### 4.3. Oppsummering

Den viktigste mangelen ved mitt studium i forhold til idealet om det perfekte case-studium dreier seg om at studiet ikke er fritt for eksterne begrensninger. Som nevnt ble feltarbeidet mitt kort, av tidsmessige og finansielle årsaker, og mulighet til å ta flere intervjuer ville utvilsomt ha bedret bredden i datatilgangen. Sann som det ble nå, hadde jeg ikke mulighet til å være i Sao Paolo lengre enn i snaut to uker. Med lengre tid kunne jeg fått informasjon fra flere aktører.

Dette gjør også at studiets overførbarhet til andre situasjoner og forhold kanskje er mer begrenset enn det kunne ha vært. Det at jeg ikke har snakket med flere investorer enn Telefonica reduserer mulighetene til å konkludere i forhold til hvilken rolle andre investorer spilte. På den annen side kan informasjon om dette enkeltcasen, kombinert med sekundærkilder om hvordan utenlandske investorer reagerte som helhet i Brasil brukes til å antyde hva de enkelte andre utenlandske investorene gjorde. Informasjon jeg fikk fra intervjuet i sentralbanken kan også brukes til å bygge opp under antagelser om hvordan andre investorer reagerte, selvfølgelig uten at det gjør meg i stand til å si noe konkret om enkeltaktører. Men kjennskap til noen av de prosessene og mekanismene som Telefonica måtte forholde seg til kan være til nytte når man skal se på hvordan andre aktører handler i andre situasjoner.

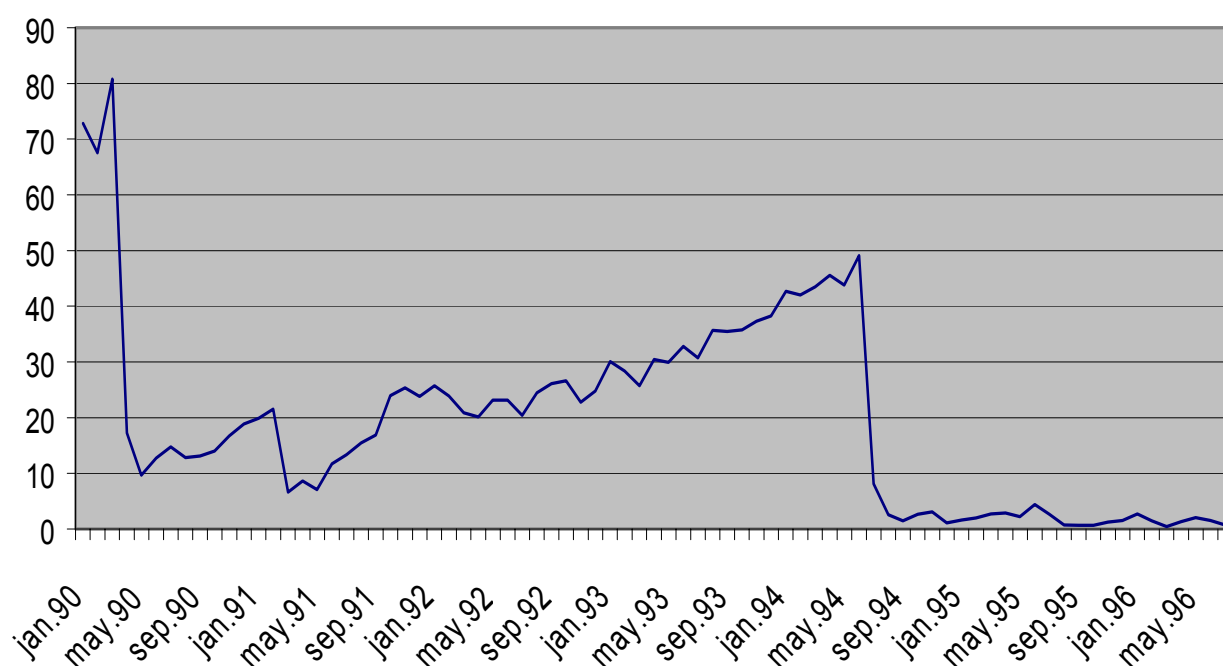
Til en viss grad mener jeg at analysen av Brasils handlinger sett i lys av reguleringsteori kan være overførbar til andre land. Fokuseringen på Brasils handlinger og finansielle strukturer opp mot reguleringsteori kan bidra til å belyse hvorfor brasilianske myndigheter handlet som de gjorde, og det som skjedde i Brasil kan si noe om utviklingen av produksjonsparadigme og reguleringsmåte i Brasil. Mange av de andre landene som ble rammet av finansielle kriser mot slutten av 1990-tallet er såpass forskjellige fra Brasil at overføringsverdien på mange måter er begrenset. På den annen side beskriver jeg en del av en mer overordnet økonomisk og finansiell utvikling som ikke bare har funnet sted i Brasil. Noen av de mekanismene som har bidratt til å forårsake hendelser i Brasil vil også ha vært gjeldende i andre land – riktignok under andre forhold. Men kunnskap om hva som skjedde i Brasil kan bidra til å øke forståelsen av hva som

har skjedd i andre land, ikke minst dersom man har kunnskap om hva som var forskjellig fra den brasilianske situasjonen og det landet man ser nærmere på. På den måten mener jeg at arbeidet mitt kan ha betydning ut over det enkeltcaset som Brasil er.

## 5. – The main priority was inflation

Brasil, sies det, er framtidens land. Latin-Amerikas definitive storebror er blant de største mottakerne av direkte utenlandsinvesteringer, og Sao Paulo er et av verdens betydelige finanssentra og Latin-Amerikas økonomiske hovedstad. De siste årene har Brasil blitt blant de viktigste aktørene i forhandlingene i Verdens Handelsorganisasjon, WTO.

På den annen side har Brasil kanskje alltid vært framtidens land (Krugman 2000). Landets nære økonomiske historie er mildt sagt turbulent. Sammen med en til tider enorm utenlandsgjeld har inflasjon og hyperinflasjon vært blant Brasils største økonomiske problemer. Fra oktober 1991 til sommeren 1994 hadde Brasil konstant månedlig inflasjon på over 20 prosent. Brukes 1993 som eksempel, ligger inflasjonen gjennom hele året på mellom 26 og 40 prosent, noe som innebærer en prisstigning gjennom året på solide 2800 prosent<sup>14</sup>. Det er derfor ikke til å undres over at kampen mot inflasjonen var hovedprioriteten til den brasilianske regjeringen da Brasil i 1994 gjennomførte en omfattende makroøkonomisk reform – Plano Real. Eller som politikken ble beskrevet av Pedro Fachada i den brasilianske sentralbanken: «The main priority was inflation» (intervju).



Figur 3: Månedlig inflasjon i Brasil 1990-1996.

Kilde: Den brasilianske sentralbanken, [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

<sup>14</sup> Basert på tallene bak Figur 3.

Tiden etter innføringen av Plano Real kan deles inn i to perioder, før og etter valutakrisen som nådde sitt høydepunkt i midten av januar 1999. Jeg vil i dette kapitlet begynne med å se på Plano Real, og på enkelte av de makroøkonomiske utviklingstrekkene i Brasil i siste halvdel av 1990-tallet. Jeg vil bruke en del plass på valutakrisen i 1998-99, men også på perioden de første par årene etter valutakrisen. Hvordan reagerte Brasils myndigheter på den sterke ustabiliteten i verdens finansmarkeder mot slutten av 1990-tallet? Hva ble gjort for å hindre denne ustabiliteten i å spre seg til Brasil? Videre vil jeg se på hvilken rolle Telefonica har spilt i Brasil etter at selskapet etablerte seg i det brasilianske telemarkedet mot slutten av 1990-tallet. Hva gjorde Telefonica i Brasil for å sikre sine verdier, og er Telefonicas handlinger representative for andre utenlandske investorer? Hva kan Telefonicas rolle og atferd si om produksjonsparadigmet i den brasilianske økonomien i dette tidsrommet?

Mot slutten av kapitlet vil jeg se på hvilke konsekvenser det er mulig å se av den politikken Brasil valgte å føre, samt analysere Brasils politikk i lys av teorien om endringer i statens rolle. Er Brasils politikk et eksempel på intervensjon på tilbudssiden i økonomien?

## 5.1. Plano Real

Både i 1986 og i 1990 ble det forsøkt omfattende reformprogrammer for å få bukt med inflasjonen og stabilisere økonomien. Begge planene mislyktes, ikke minst fordi de ikke fikk bukt med det offentlige budsjettunderskuddet (Averburg 2002).

I 1994 ble en ny, stor reformplan lansert: Plano Real. 1. juli 1994 ble valutaen *cruzeiro* byttet ut med den nye *real*, som ble knyttet til dollar. Overgangen skjedde via en «mellomverdi», URV<sup>15</sup>. Fra mars 1994 kunne nominelle priser, lønninger og andre kontrakter plasseres i URV, noe som innebar at de ble midlertidig trukket tilbake fra det likvide markedet og frigjort når URV ble konvertert til den nye pengeenheten real (Goldfajn 2001). Overgangen til real skulle skje når forholdet mellom *cruzeiro* og URV nådde 2750/1. Dette inntraff i juli 1994, og real ble innført som Brasils nye valuta.

Den nye valutaen ble knyttet til dollar, men ikke i en låst fastkurs-tilknytning. Fordi det ble antatt at en en-til-en-tilknytning til dollar raskt ville gi en overvurdert valuta, fikk real-en lov til å variere med inntil syv prosent årlig – i noe som kan kalles et glidende fastkurs-system<sup>16</sup>. I praksis innebar dette at man la opp til en årlig devaluering på syv prosent, fordi ingen regnet med at brasiliansk økonomi ville ha en utvikling som kunne tilsvare utviklingen i amerikansk økonomi. Imidlertid steg valutakursen mot dollar de første månedene etter innføringen av Plano Real, noe

---

<sup>15</sup> Unidade Real de Valor – direkte oversatt: reell enhetsverdi

<sup>16</sup> Det engelske begrepet som brukes er *Crawling Peg*



myndighetene ikke gjorde noe for å forhindre fordi det hjalp til med å stabilisere økonomien. Samtidig bidro dette til at den nye valutaen var sterk, særlig i forhold til nabolandenes valutaer, noe som bidro til at Brasil gikk fra overskudd til et voksende underskudd på handelsbalansen. Fra starten av 1995 svekket imidlertid valutakursen seg, og de neste årene gled den sakte men sikkert med i underkant av de bestemte syv prosent per år i forhold til dollar.<sup>17</sup>

Som virkemiddel for å få kontroll over inflasjonen var Plano Real svært vellykket. Den månedlige inflasjonen falt fra 46 prosent i juni 1994 til 1,5 prosent i september samme år (Goldfajn 2001).

### **5.1.1. Privatisering, økte utenlandsinvesteringer og økt handelsunderskudd**

Brasil hang etter de fleste av sine latinamerikanske naboer i forhold til åpning av økonomien og privatisering av offentlig sektor. Historisk har statens rolle i å støtte økonomien vært så sterk at brasiliansk kapitalisme kan defineres som statskapitalisme, og statlig eide selskaper har spilt en viktig rolle i industri- og næringsutvikling (Goldstein 1999).

I 1990 lanserte president Fernando Collor et omfattende privatiseringsprogram – Programa Nacional de Desestatização (PND). Planen ble stående som det viktigste politiske dokumentet for å gjennomføre privatiseringsprogrammet både gjennom Collors presidentperiode og for etterfølgeren Cardoso (Goldstein 1999). Fram til og med 1994 var privatiseringen konsentrert om industrisektoren, 86 prosent av salget kom fra stål og petrokjemisk industri (BNDES 2002<sup>18</sup>). I denne perioden var det innenlandske investorer som var dominerende, utenlandske investorer sto for kun fem prosent av investeringene (BNDES 2002<sup>19</sup>). I siste halvdel av 1990-tallet ble også store deler av tjenestesektoren privatisert, noe som bidro sterkt til at omfanget av privatiseringen vokste sterkt i denne perioden. I 1997 og 1998 ble det privatisert for til sammen 65,2 milliarder US dollar, av et totalvolum på 105,3 mrd dollar mellom 1991 og 2002 (BNDES 2002<sup>20</sup>). I denne tolvårsperioden sto telesektoren og elektrisitetssektoren for 31 prosent hver av salget (BNDES 2002<sup>21</sup>). For telesektoren var salget av Telebras det mest sentrale, noe jeg kommer nærmere tilbake til i kapittel 5.4.

Omfanget av utenlandske direkteinvesteringer økte også i siste halvdel av 1990-tallet, og den økte takten i privatiseringen av tjenestesektoren er en av de viktigste grunnene til dette (Economist Intelligence Unit 2001). Den samlede beholdningen av utenlandske investeringer i tjenestesektoren i Brasil ble fordoblet fra 1995 til 1997 (Economist Intelligence Unit 2001), og i

---

<sup>17</sup> Basert på egne utregninger av tall fra den brasilianske sentralbanken – [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

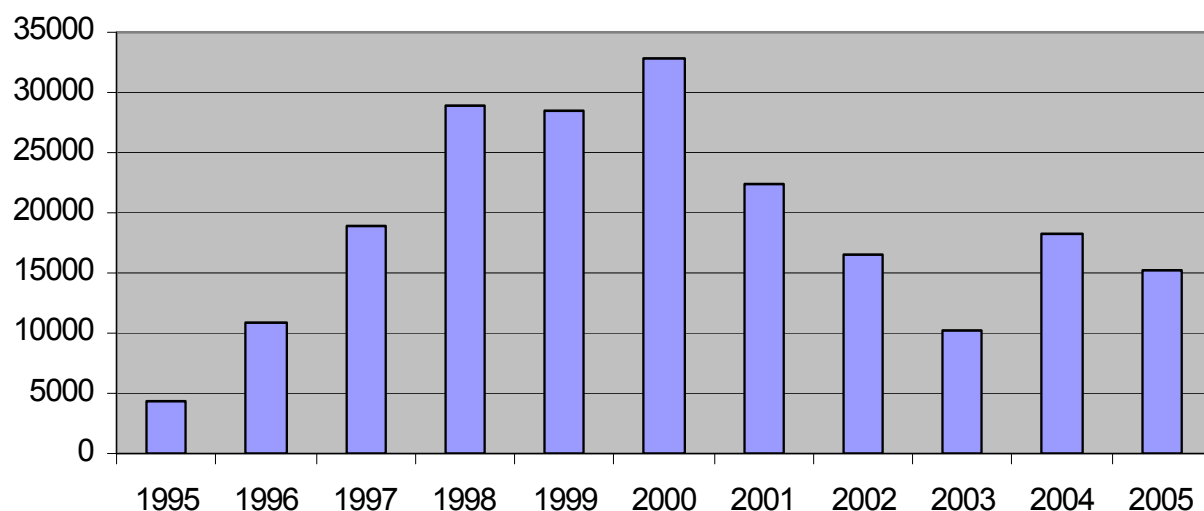
<sup>18</sup> [http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv\\_brazil.pdf](http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv_brazil.pdf) – s.8

<sup>19</sup> [http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv\\_brazil.pdf](http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv_brazil.pdf) – s. 12

<sup>20</sup> [http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv\\_brazil.pdf](http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv_brazil.pdf) – s.3

<sup>21</sup> [http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv\\_brazil.pdf](http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv_brazil.pdf) – s.4

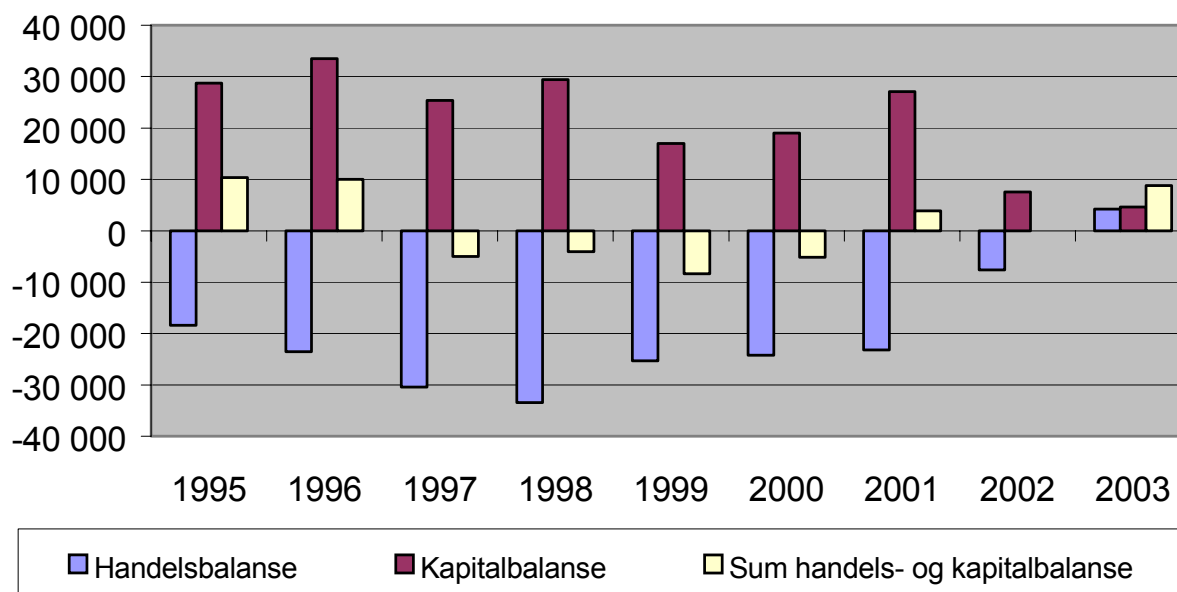
perioden 1995-2002 gikk 53 prosent av privatiseringen til utenlandske investorer (BNDES, 2002<sup>22</sup>). Etter at de største delene av privatiseringsprogrammet var gjennomført, sank imidlertid omfanget av FDI (se figur 4). Økt makroøkonomisk stabilitet etter innføringen av Plano Real bidro trolig også til den sterke økningen i utenlandsinvesteringer. Samtidig følger utviklingen i FDI til Brasil også hovedtrekkene i de internasjonale trendene for direkte utenlandsinvesteringer, omfanget av FDI globalt falt både i 2001, 2002 og 2003 (Unctad, 2004).



*Figur 4: Årlige direkte utenlandsinvesteringer til Brasil, 1995-2005. Millioner US dollar. Kilde: Banco Central do Brasil*

Samtidig som de direkte utenlandsinvesteringene økte, vokste også handelsunderskuddet til Brasil. Dette skjedde blant annet fordi den brasilianske valutaen var relativt sterk. Fram til 1997 ble imidlertid dette handelsunderskuddet dekket opp av kapitalflyt til Brasil, i form av både direkte utenlandsinvesteringer og portefoliaoinvesteringer, noe som bidro til å redusere presset mot valutakursen. Fra 1997 var ikke kapitalstrømmene store nok til å dekke opp handelsunderskuddet, fra da av måtte handelsunderskuddet finansieres ved låneopptak. I tillegg til det voksende underskuddet på handelsbalansen, hadde Brasil et økende underskudd på budsjettbalansen (Bulmer-Thomas 1999), og var dermed i en situasjon med dobbelt underskudd (se kapittel 3.2.)

<sup>22</sup> [http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv\\_brazil.pdf](http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv_brazil.pdf) – s 19



Figur 5: Brasils betalingsbalanse, 1995-2003.

Millioner US dollar. Kilde: Den brasilianske sentralbanken, [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

### 5.1.2. Eksterne sjokk

Etter innføringen av Plano Real ble den brasilianske økonomien tre ganger utsatt for sterkt press utenfra: Først ved den såkalte Tequila-krisen i Mexico i 1994-95, deretter ved den finansielle krisen i Øst-Asia i 1997, og til slutt etter Russlands økonomiske kollaps i august 1998 og den påfølgende uroen i verdensøkonomien (Goldfajn 2001).

I desember 1994 ble den meksikanske pesoen devaluert, etter en periode med sterk kapitalflukt. Denne devalueringen utløste den såkalte «Tequila-krisen»: Verken innenlandske eller utenlandske investorer ble overbevist om at myndighetene hadde kontroll over situasjonen, devalueringen på 15 prosent ble ikke opplevd som sterk nok. Resultatet var at kapitalflukten økte i styrke og krisen forverret seg. Tequila-krisen smittet også over til andre latinamerikanske land, og særlig ble Argentina rammet hardt (Krugman 1999).

Brasilianske myndigheter ønsket for enhver pris å unngå at Tequila-krisen skulle slå inn i Brasil. Virkemidlene var for det første å heve rentenivået kraftig, og for det andre å love tiltak for å bedre den fiskale disiplinen (Goldfajn 2001). Begge tiltakene var i første rekke rettet mot utenlandske investorer: Man skulle forsikre investorene om at den økonomiske situasjonen var under kontroll, og samtidig sørge for at investeringer i Brasil fortsatt ga god avkastning.

Det andre eksterne sjokket etter innføringen av Plano Real kom ved finanskrisen i Øst-Asia i 1997. Strategien fra brasilianske myndigheter var den samme som under Tequila-krisen –

økte renter og løfter om fiskal innstramming (Goldfajn 2001). Også denne gangen klarte brasilianske myndigheter å unngå at smitteeffekten førte Brasil ut i store finansielle problemer.

Den tredje krisen kom på sensommeren 1998, etter sammenbruddet i den russiske økonomien og påfølgende uroligheter i verdens finansmarkeder. 17. august 1998 ga den russiske regjeringen opp å forsvare den faste kursen for rubler mot amerikanske dollar, og erklærte samtidig at landet ikke var i stand til å betjene utenlandsgjelden. Dette førte til at en rekke større investorer tapte betydelige beløp i Russland, investorer som hadde fordringer i landet på grunn av det høye russiske rentenivået. Dette var i stor grad spekulative investeringsfond, som etter å ha tapt penger i Russland var nødt til å selge seg ut i andre markeder for å dekke sine forpliktelser (Krugman 2000). Denne kjedereaksjonen førte til generell nedgang i verdens finansmarkeder. Et av de største fondene, det amerikanske Long Term Capital Management (LTCM) var i september 1998 på randen av konkurs. Amerikanske myndigheter vurderte at man ikke hadde råd til et sammenbrudd i LTCM, selskapet var for stort til å falle. Fondet ble reddet, ved at den amerikanske sentralbanken fikk overtalt en rekke investorer til å gå inn i LTCM (Krugman 2000).

## **5.2. Kapitalflukt og valutakrise**

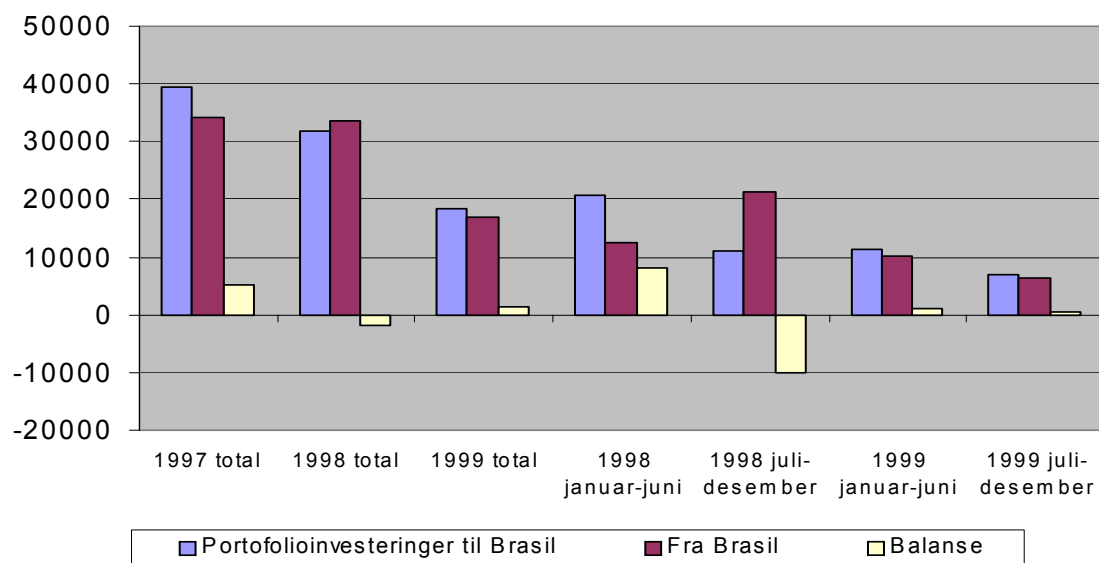
Selv om Plano Real i stor grad klarte å stabilisere den brasilianske økonomien, og selv om myndighetene klarte å unngå at både Tequila-krisen og krisen i Sørøst-Asia smittet over til Brasil, var landet fortsatt sårbart for ustabilitet og smitte fra økonomisk uro andre steder. Dette skyldes faktorer som vedvarende og økende underskudd på både budsjettbalanse og handelsbalanse, noe som bidro til at valutaen etter hvert ble vurdert som overpriset. I tillegg til dette kommer den faktor at Brasil som utviklingsland, eller som et av de såkalte «framvoksende markedene» fortsatt ble oppfattet som et land hvor det er mer risikabelt å investere enn i industrialiserte land, og at Brasils offentlige gjeld hadde relativt kort forfallstid (Goldfajn 2001).

Det økende underskuddet på budsjettbalansen henger tett sammen med at Brasils regjering mislyktes i å styrke den fiskale disiplinen, på tross av løftene om fiskale innstrammingspakker (Bulmer-Thomas 1999). Dette budsjettunderskuddet var negativt på to måter. For det første vil et vedvarende budsjettunderskudd i seg selv gi landet finansieringsproblemer på sikt, og for det andre kan myndighetenes manglende evne til å følge opp løfter om økonomiske tiltak undergrave tilliten til økonomien som sådan.

Den russiske kollapsen og den påfølgende uroen i de internasjonale finansmarkedene som inntraff i august/september 1998, gjorde at tilgangen på likvid kapital i finansmarkedene i denne perioden ble svært liten. Investorer foretrakk å sikre sine verdier, særlig i markeder som ble ansett for å være usikre og/eller ustabile, heller enn å gå inn med ny og frisk kapital. Dette rammet

Brasil hardt, og landet ble utsatt for sterk kapitalflukt og kraftig press mot landets valuta. Etterspørselen etter dollar i det brasilianske valutamarkedet var 11,8 milliarder dollar i august og 18,9 milliarder dollar i september (Goldfajn 2001).

Det kan imidlertid være verdt å merke seg at omfanget av direkte utenlandsinvesteringer til Brasil ikke sank som følge av den ustabile situasjonen høsten 1998. Som før nevnt, årene 1998 til 2000 markerte toppen av tilflyt av FDIs til Brasil. Derimot endret strømmene av portofolioinvesteringer seg merkbart høsten 1998 (se figur 6). Figuren viser både en kraftig strøm av portofolioinvesteringer ut av Brasil høsten 1998, samt en merkbar nedgang av denne typen kapitalstrømmer inn til landet i denne perioden. Samtidig nektet flere utenlandske banker å forlenge betalingsfristen på kortsiktige lån som forfalt, noe som forsterket kapitalstrømmene ut av Brasil (Economist Intelligence Unit 2001). Denne politikken kan forklares både med behovet bankene hadde for å sikre sine verdier i etterkant av den russiske kollapsen og krisen i LTCM, og med redusert tillit til den brasilianske økonomien. Ifølge Economist Intelligence Unit er kapitalstrømmene som dette medførte en av hovedårsakene til presset mot den brasilianske valutaen.



Figur 6: Portofolioinvesteringer til og fra Brasil, 1997-99.

Millioner US dollar Kilde: Den brasilianske sentralbanken: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

Som nevnt hadde myndighetene i kjølvannet av både Tequila-krisen og krisen i Øst-Asia lyktes i å forsvare valutaregimet ved å heve rentenivået, samt love en bedring i den fiskale disiplinen for å få ned budsjettunderskuddet. Dette ble forsøkt på nytt høsten 1998, men denne gangen virket ikke disse virkemidlene etter planen. Ilan Goldfajn beskriver dette slik:

«There were three major external shocks after the Real plan, the Tequila effect in 1995, the Asian crisis in 1997 and the Russian crisis in 1998. The reaction to the crisis was similar in all cases. Nominal interest rates were doubled and a fiscal package promised. This strategy was successful in averting a crisis after the Tequila and Asia shocks. However, after the Russian crisis, this same strategy had a perverse effect. Instead of attracting capital, the strategy this time induced capital outflows. The reason was that the fiscal package was not credible and the higher interest rates increased nominal fiscal deficits and raised fears of a sovereign default. As a consequence, large withdrawals followed and the currency came under pressure.»

Goldfajn 2000: 6

Kapitalflukten medførte at Brasils valutareserver ble tappet raskt. Tall fra den brasilianske sentralbanken viser at landets valutareserver sank fra snaut 67 milliarder dollar til snaut 42 milliarder dollar mellom august og oktober, og det sier seg selv at det er begrenset hvor lenge sentralbanken kan bruke de internasjonale valutareservene til å forsvare valutakursen. Før eller senere er det tomt. Derfor ble Brasil nødt til å bruke flere virkemidler for å forsvare valutakursen.

En annen faktor presidentvalget i Brasil, som ble avholdt høsten 1998. Den sittende presidenten, Fernando Henrique Cardoso, hadde vært finansminister i 1994 og den fremste arkitekten bak Plano Real. Cardoso gjorde forsvar av Plano Real til en av sine hovedsaker i kampen for å bli gjenvalgt høsten 1998, noe som trolig bidro til at myndighetene viste så sterk vilje til å forvare valutaregimet på tross av kapitalflukten utover høsten. Cardoso ble da også gjenvalgt med klar margin.

### **5.2.1. Statsobligasjoner knyttet til dollar**

Et sentralt virkemiddel de brasilianske myndighetene brukte for å forsvare valutakursen var å selge obligasjoner i real, med løfte om å innløse obligasjonene i dollar til den samme kursen som da obligasjonen ble solgt – såkalte dollar-indekserte obligasjoner. Dette var en del av politikken for å understreke viljen til å opprettholde valutaregimet, og dermed styrke tilliten til økonomien og til landets myndigheter. Konsekvensen var at myndighetene etter devalueringen måtte løse ut obligasjonene i dollar.

Dette kunne fungere på følgende måte: En investor som for eksempel i november 1998 kjøpte obligasjoner verdt 100.000 dollar, ville i november måtte betale 120.040 real for disse. La oss si at investoren løste inn obligasjonene 17. mars 1999, to uker etter at valutakursen var på det laveste, for å få tilbake pengene sine. Den dagen var 100.000 dollar verdt 187.770 real<sup>23</sup>. På den måten kunne næringslivet i forkant av krisen beskytte seg mot tap som kom fordi real-en mistet verdi.

---

<sup>23</sup> Tallene bak regneeksemplet er hentet fra hjemmesidene til den brasilianske sentralbanken: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

Dermed tilbød Brasil offentlig finansiell forsikring. Disse obligasjonene gjorde at det var enkelt for næringslivet å beskytte seg mot en devaluering alle etter hvert skjønte ville komme:

«After the Russian crisis everybody, in certain ways, protected against the possibility of floating. Then, at this point, you had the public sector supplying the hedge, through indexed bonds [...] The supply of the hedge by the government was so high, that any company could go to the bank, to ask I want to buy public bond indexed to dollar, to protect against any risk, any foreign exchange risk».

Pedro Fachada, intervju

Med andre ord var hele næringslivet beskyttet mot devaluering, spørsmålet var ikke om man beskyttet seg, men når man gjorde det – det høye rentenivået gjorde at kjøp av finansiell forsikring på ugunstig tidspunkt kunne være svært kostbart (Pedro Fachada, intervju). Dette blir bekreftet fra Telefonica, som understreker at det både var og er enkelt å beskytte investeringene sine, men at det i visse tilfeller kan være dyrt (Luis Lima, intervju).

På spørsmål om hvorfor sentralbanken førte en slik politikk, som blant annet førte til at myndighetene påtok seg en stor del av regningen for en eventuell devaluering, viser Fachada først og fremst til at valutaregimet var den mest sentrale komponenten i Plano Real og man var redd for at den brasilianske økonomien ikke var sterk nok til å takle en devaluering. Frykten for å vende tilbake til en situasjon med ukontrollert inflasjon var stor. Samtidig trodde banken ifølge Fachada at valutaregimet faktisk kunne overleve, i alle fall gjennom den krisen. Samtidig var det mer og mer klart for alle aktørene i markedet at den brasilianske valutaen var overvurdert, og at valutaregimet ikke kunne holde på sikt:

«So probably the government would be forced to change or to devaluate or to move to a floating exchange rate regime and everybody knew about that».

Pedro Fachada, intervju

Spørsmålet var imidlertid hvordan en endring skulle gjennomføres, og hva som var det rette tidspunktet å gjøre det. I mellomtiden vurderte da trolig myndighetene at det var like greit å gjøre det man kunne for å holde kontroll over valutaen, inkludert salg av dollar-indekserte obligasjoner. Samtidig forhandlet myndighetene med Det internasjonale pengefondet for å få på plass en støttepakke til landet.

### **5.2.2. Inn fra høyre: Det internasjonale pengefondet**

Brasil trengte hjelp utenfra til å styrke synkende valutareserver, og gjennom en avtale med IMF ble det høsten 1998 stablet på beina en støttepakke på totalt 41 milliarder dollar (Bulmer-Thomas 1999). Denne pakken, som hadde en treårsramme, var for det første en sårt tiltrengt

innsprøytning til valutareservene. Myndighetene håpet imidlertid også at IMF's støtte ville være et signal om at man hadde kontroll, at IMF gjennom støttepakken i praksis satte et godkjent-stempel på brasiliansk økonomisk politikk og at dette igjen ville øke tilliten til Brasil i finansmarkedene (Krugman 2000).

I forbindelse med støttepakken forhandlet IMF og Brasil fram et treårig reformprogram for å stabilisere makroøkonomien. Ifølge daværende IMF-direktør Michel Camdessus var dette et program som

«first and foremost addresses the chief source of its external vulnerability, namely its chronic public sector deficit, which the country is now tackling in a serious and sustainable manner».<sup>24</sup>

Michel Camdessus, IMF-direktør, 13. november 1998

Brasilianske myndigheter gjorde rede for landets planlagte økonomiske politikk i et såkalt «Letter of Intent» til IMF.<sup>25</sup> Her beskrives tiltakene som først og fremst skulle styrke budsjettbalansen: Reduksjon av statens utgifter ved i første rekke kraftige kutt i offentlige innkjøp av varer og tjenester, 9. november la regjeringen fram et revidert 1999-budsjett til Kongressen hvor offentlig innkjøp var redusert med opptil 20 prosent i forhold til det første budsjettet Kongressen hadde fått for 1999. I tillegg skulle inntektene økes ved hjelp av ulike typer skatteøkninger. Målet var et overskudd på budsjettbalansen til offentlig sektor på 2,6 prosent av BNP i 1999, 2,8 prosent i 2000 og 3 prosent i 2001. Dette skulle etter planen bidra til å styrke tilliten til brasiliansk økonomi, slik at valutaregimet kunne opprettholdes og rentenivået etter hvert reduseres.

Sett i forhold til det store underskuddet Brasil hadde på den offentlige budsjettbalansen i de siste årene forut for denne reformplanen representerer disse planene en kraftig innstramning i det offentlige forbruket. Det er en økonomisk politikk som virker innstrammende for den økonomiske aktiviteten, og som medfører økt ledighet, særlig når den føres sammen med et skyhøyt rentenivå (se kapittel 3). Samtidig ble det i brevet til IMF tegnet et bilde av en økonomisk situasjon med stagnerende BNP, økende arbeidsløshet og sviktende innenlandsk etterspørsel. Disse trendene ville bli styrket av den økonomiske politikken Brasil la opp til, sammen med IMF, for å forsvare valutakursen og gjenoppbygge tilliten til brasiliansk økonomi blant investorer.

Pakken fra IMF, med de medfølgende reformplanene, er ikke enestående for Brasil. Flere av de landene som ble hardest rammet av finanskrisen i Sørøst-Asia mottok også store

---

<sup>24</sup> Sagt under en IMF-presskonferanse 13. november 1998, da støttepakken til Brasil ble offentliggjort, gjengitt i IMF's survey datert 16. november 1998. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/pdf/111698.pdf>

<sup>25</sup> Brevet ligger på IMF's hjemmeside: [www.imf.org/external/np/loi/111398.htm](http://www.imf.org/external/np/loi/111398.htm)



støttepakker, sammen med planer om makroøkonomiske reformer. Typiske ingredienser i pakkene til Indonesia, Sør-Korea og Thailand var rentehopp og innstramming i offentlige budsjetter (Stiglitz 2002). Som i Brasil satt disse landene i verk denne typen tiltak samtidig med voksende økonomisk resesjon<sup>26</sup>. Ifølge Stiglitz var krisen i Sørøst-Asia det første tilfellet siden den store depresjonen på 1930-tallet at ansvarlige økonomer hadde foreslått at begynnende økonomisk resesjon skulle møtes med innstramming i offentlige budsjetter og kraftige renteøkninger. I motsetning til på 1930-tallet vet man i dag at denne typen økonomisk politikk forsterker resesjoner – allikevel ble det gjennomført, for å styrke tilliten til landenes økonomier og for å støtte opp om landenes valutakurser. Den samme politikken ble altså ført i Brasil et år seinere – etter at den hadde forsterket den økonomiske krisen i landene som mottok IMF-støtte (Krugman 2000; Stiglitz 2002).

### **5.2.3. Januar 1999**

Et par måneder etter at avtalen med IMF var på plass, lyktes det den brasilianske regjeringen å få vedtatt en fiskal reformpakke i Kongressen. Dette hadde regjeringen forsøkt å få vedtatt flere ganger før, uten at den klarte å få flertall for reformene før landet var truet av en omfattende finansiell krise (Pedro Fachada, intervju). Disse reformene medførte blant annet økt skattenivå, og det mest kontroversielle var skattlegging av pensjonene til tidligere offentlig ansatte. Resultatet var imidlertid økt skatteinntang, og i 1999 var underskuddet på offentlige budsjetter snudd til overskudd. Fachada mener at det mot slutten av 1998 begynte å bli en oppfatning om at man nå, i og med den fiskale reformen og avtalen med IMF, hadde skaffet seg tilstrekkelig handlingsrom til at det var mulig å vurdere å endre valutaregime (Pedro Fachada, intervju).

Det viste seg imidlertid at de ulike tiltakene for å forsvare valutakursen ikke var tilstrekkelige. Kapitalflukten fortsatte på tross av både de makroøkonomiske tiltakene, gjenvalget av Cardoso og støtten fra IMF. Brasils valutakurs ble fortsatt vurdert som overpriset i markedet, og de fleste aktørene forventet at en justering måtte komme, før eller senere. Tilliten til brasiliansk økonomi og til de brasilianske myndighetene var nå for svak til å stanse kapitalflukten. Dermed ble Brasil rammet av det samme som en rekke land både før og etter den brasilianske krisen: Forventninger om en krise forsterker i seg selv krisen.

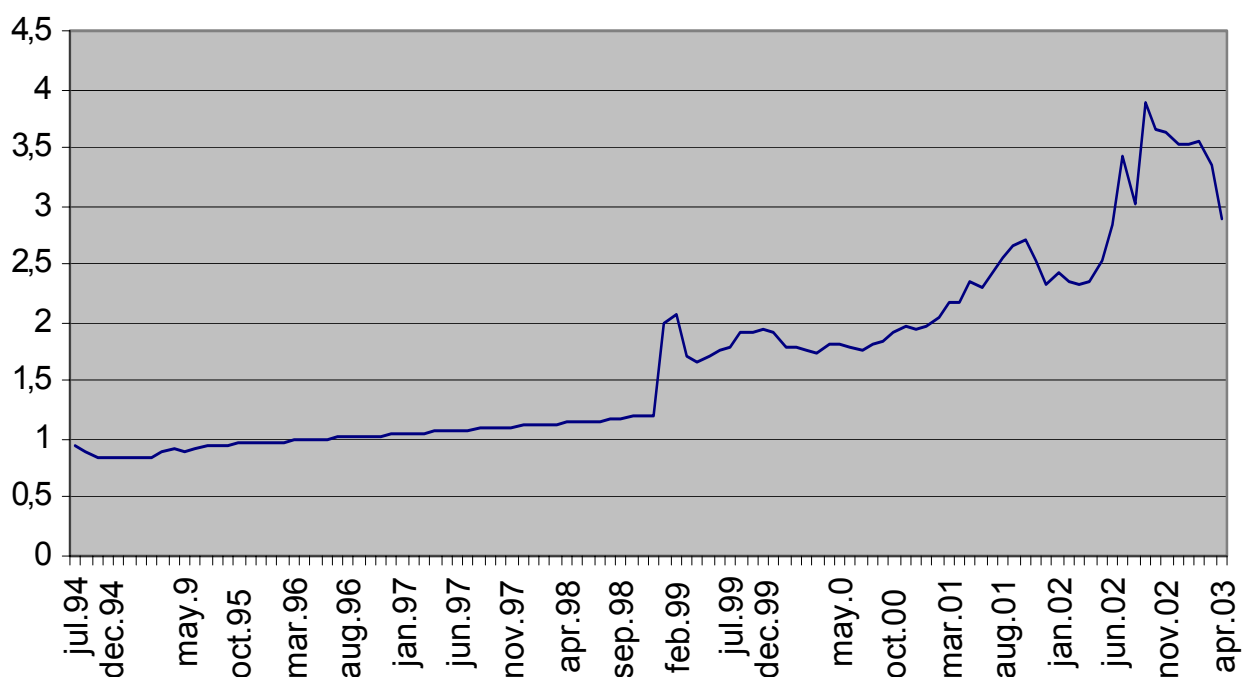
6. januar 1999 inntraff den enkelthendelsen som trolig utløste den brasilianske devalueringen: Guvernør Itamar Franco i delstaten Minas Gerais erklærte et moratorium på gjeld

---

<sup>26</sup> Begrepet resesjon kommer fra det engelske Resession, og brukes om økonomisk nedgang som ikke ennå har utviklet seg til økonomisk depresjon – langvarig nedgang (Krugman 2000).

som delstaten hadde til de føderale myndighetene. Dette forsterket ytterligere den manglende tilliten til brasiliansk økonomi, og kapitalflukten tiltok i styrke. 12. januar forsøkte myndighetene først en kontrollert og relativt beskjeden devaluering på åtte prosent, uten at dette hadde særlig virkning. To dager senere ga Brasil opp tilknytningen til dollar og gikk over til et flytende valutaregime (Economist Intelligence Unit 2001).

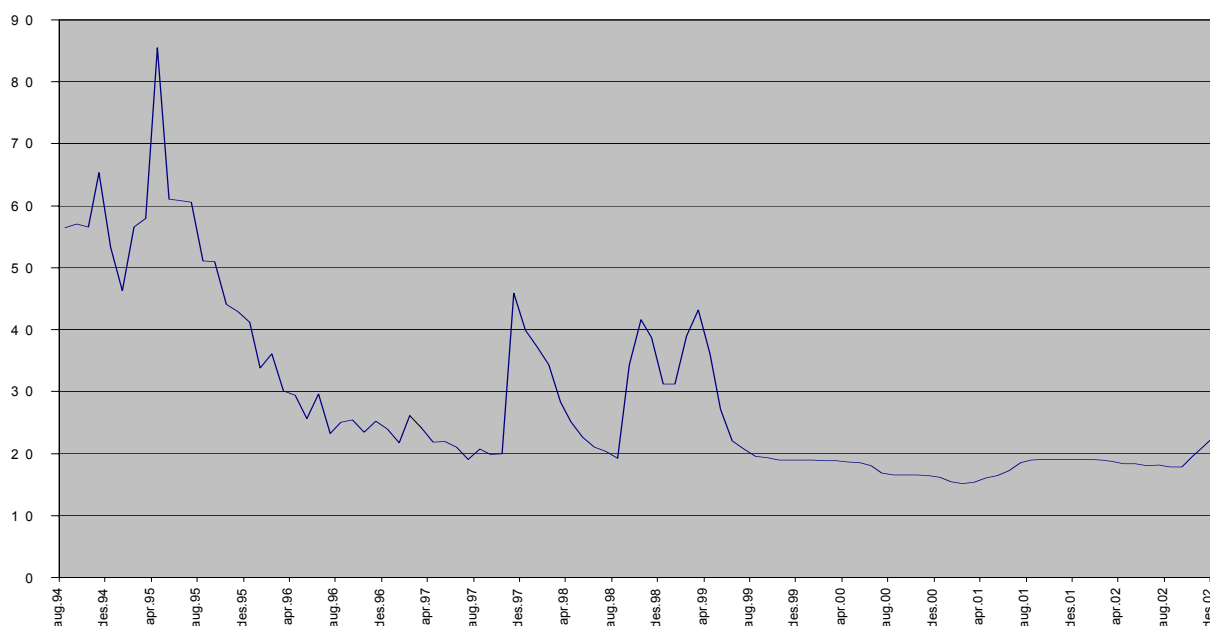
Den umiddelbare virkningen var at real-en stupte i verdi, i løpet av to uker mistet real-en 35 prosent av verdien mot dollar. De neste par månedene var preget av kraftig kursfall og store daglige svingninger, ved bunnpunktet 3. mars var real-en 44 prosent mindre verdt i forhold til dollar målt opp mot kursen før den første devalueringen. Dette viste seg imidlertid å være en overreaksjon, kursen steg noe de neste to månedene før den gradvis svekket seg igjen. Samtidig med fallet i valutakursen, steg også rentenivået – fra rundt 30 prosent til først 40 og så omkring 45 prosent i løpet av et par måneder. Ut mot sommeren falt renten igjen, og stabiliserte seg på i underkant av 20 prosent – det vil si noe under nivået før kollapsen i Russland (Se figur 7 og 8 for utviklingen i valutakurs og rentenivå).



Figur 7: Valutakurs, real per dollar, juli 1995-april 2003.

Stigende graf betyr at valutakursen synker, fordi figuren viser hvor mange real man må ut med for å få en dollar.

Kilde: Den brasilianske sentralbanken, [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).



Figur 8: Månedlig rentenivå i Brasil, august 1994-december 2002.

Figuren viser hvordan renten ble hevet både i forbindelse med krisene i Mexico, Sørøst-Asia og Russland, samt ved den brasilianske devalueringen i januar 1999. Kilde: Den brasilianske sentralbanken, [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

### 5.3. Post-1999 – Flytende valutakurs og nye, eksterne sjokk

Den brasilianske økonomien stabiliserte seg i løpet av noen måneder etter devalueringen i januar 1999. Og da turbulensen hadde lagt seg, ble det klart at Brasil klarte seg langt bedre enn hva mange hadde spådd da krisen nådde sitt toppunkt: Brasil ble ikke tvunget til å erklære seg betalingsudyktig overfor utenlandske kreditorer, man unngikk de store konkursene i banksektoren, BNP stupte ikke og rentenivået falt etter hvert. Landet unngikk også tilbakefall til de onde gamle inflasjonsdagene (Goldfajn 2001). Sett i ettertid var den brasilianske valutakrisen langt mindre alvorlig enn mange av de andre valutakrisene i siste halvdel av 1990-tallet. Brasil klarte seg for eksempel langt bedre enn Mexico i 1994-95, Øst-Asia i 1997-98, Russland i 1998 og – ikke minst – enn nabolandet Argentina i 2001-03. Krisen i Brasil ble også langt mildere enn hva svært mange kommentatorer og analytikere antok i begynnelsen av 1999.

Etter skiftet av valutaregime fra fast til flytende kurs var det flere ting som var forandret i den brasilianske økonomien. Ett element er naturligvis en langt mer ustabil valutakurs, men som figur 8 viser var rentenivået i Brasil langt mer stabilt etter krisen – i alle fall fra sommeren 1999. Grovt sett viser figurene at før devalueringen hadde Brasil stabil valutakurs og variasjoner i rentenivået, etterpå var det omvendt. Videre bedret den fiskale balansen seg kraftig, noe som i første rekke skyldtes den reformpakken som ble vedtatt i Kongressen senhøstes 1998, og som

gjorde at det offentlige budsjettunderskuddet i 1999 ble snudd til overskudd (Pedro Fachada, intervju). Etter hvert ble også underskuddet på handelsbalansen gradvis redusert, før det ble snudd til overskudd (se figur 4, side 50).

### **5.3.1. Krise, underslag, krakk, terror – og presidentvalg**

I 2001 ble den brasilianske økonomien igjen utsatt for sterkt press utenfra, noe som skyldtes at mange ulike ting inntraff mer eller mindre samtidig (Pedro Fachada, intervju). For det første fikk den økende økonomiske krisen i nabolandet Argentina også betydning i Brasil. Argentina opplevde i 2001 sterk økonomisk tilbakegang, og problemene kuliminerte i desember med frysing av bankinnskudd, gateopptøyer, kraftig devaluering av landets valuta og fire presidenter som ble innsatt og gikk av i tur og orden i løpet av to uker. Kort tid etter erklærte Argentina at landet var ute av stand til å betjene utenlandsgjelden. Dette bidro til at investorer ble mindre risikovillige i forhold til framvoksende markeder generelt, og til Latin-Amerika spesielt.

For det andre ble verden rystet av flere skandaler i store multinasjonale selskaper, som Enron, WorldCom og Parmalat. I tillegg kom IT-krakket på Nasdaq-børsen, som spredte seg til øvrige teknologiaksjer verden over. Disse to faktorene gjorde at investorer ble skeptiske til markeder som ble ansett for å være enten lite transparente eller noe uortodokse og utrygge. Til slutt kom terrorangrepene mot USA 11. september, som også bidro til økt finansiell ustabilitet. Alle disse faktorene bidro til økt ustabilitet i brasiliansk økonomi (Pedro Fachada, intervju).

På toppen av dette kom presidentvalget i 2002, hvor det var knyttet stor spenning til hva som ville skje hvis den radikale kandidaten Luiz Ignazio da Silva, bedre kjent som Lula, ble valgt. Mange fryktet en kursendring i den økonomiske politikken, noe som bidro til ytterligere kapitalflukt og fall i valutakursen. Pedro Fachada beskriver dette slik:

«In 2002 we had another component in this environment, we had the presidential elections coming up in October and the uncertainties of the impact of a Lula government in terms of macroeconomic management. There was lots of talks in the international markets about a possible default [...] but at this point, you did not only have the demand for hedge, there was a capital outflow, companies wanted to leave Brazil.»

Pedro Fachada, intervju

Telefonica relaterer også ustabiliteten og det sterke fallet i real-ens verdi til usikkerhet omkring hvilken makroøkonomisk politikk Lula eventuelt ville følge:

«That devaluation was most related to insecurity as far as the Lula election was concerned, Lula was likely to win the election and it wasn't clear that he would run the economy in a more orthodox way or in a more conservative way. Expectation was that there could be a country debt default [...] there was significant distress in the economy.»

Summen av alle disse faktorene gjorde den brasilianske økonomien svært ustabil, på mange måter mer ustabil enn under devalueringen i 1999. Kursfallet i løpet av 2002 var kraftigere enn kursfallet de første månedene etter devalueringen i januar 1999 (se figur 7, side 58), noe som også ble understreket av Daniel Gomes i Telefonica:

«I would say that as far as the exchange rate was concerned, it was even more significant than the 98-99 devaluation [...] But it was over a longer period. It was more gradual.»

Daniel Gomes, intervju

I denne perioden fortsatte sentralbanken å tilby finansiell forsikring til næringslivet, fortsatt i form av dollar-indekserte obligasjoner (Pedro Fachada, intervju). Etterspørselen etter hedging i markedet var enorm, større enn under kapitalflukten høsten 1998. Samtidig opplevde Brasil at flere utenlandske selskaper faktisk forlot landet, noe som i svært liten grad skjedde under krisen i 1998-99. Samtidig var profilen på kapitalstrømmene annerledes enn forut for valutakrisen. Kapitalflukten høsten 1998 skjedde som vi har sett i en periode med høy tilstrømning av direkte utenlandsinvesteringer til Brasil, samtidig med et voksende underskudd på handelsbalansen. I 2001-02 var dette endret. Underskuddet på handelsbalansen var snudd til et overskudd, men samtidig sank omfanget av kapitalstrømmer til landet kraftig (se figur 4 og 5, side 50-51).

Disse faktorene kan ha medvirket til at myndighetene mente det var nødvendig å opprettholde tilbudet av finansiell forsikring til næringslivet, situasjonen ble med rette opplevd som ustabil. Myndighetene kan ha ment at det å fjerne tilbudet av obligasjoner ville bli oppfattet som et brudd med den økonomiske politikken landet hadde ført, og var det noe Brasil var nødvendig så var det stø kurs. Det vises ikke minst ved fornyingen av avtalen med IMF.

### **5.3.2. Ny avtale med IMF**

Brasils avtale med Det internasjonale pengefondet ble fornyet i 2002 (Pedro Fachada, intervju). 29. august 2002 sendte myndighetene i Brasil, ved finansministeren og presidenten i sentralbanken, et nytt «Letter of Intent» til IMF<sup>27</sup>. Denne typen brev, som redegjør for landets økonomiske politikk, ble sendt ca tre-fire ganger i året fra Brasilia i perioden rundt årtusenskiftet. Det som er spesielt med brevet 29. august er at det slår fast at hovedtrekkene i Brasils

---

<sup>27</sup> Se IMF's hjemmeside: <http://www.imf.org/External/NP/LOI/2002/bra/04/index.htm>

økonomiske politikk ligger fast, uavhengig av hvem som ble valgt til ny president. I brevet heter det blant annet følgende:

«The program is meant to reduce uncertainty in the external front and to allay concerns about the stance of macroeconomic policies following the upcoming presidential election, and thus providing a bridge to the new administration starting in 2003. The core elements of the program have been explained to the leading candidates, and they have committed to support them.»

Fra Brasils Letter of Intent, 29. august 2002

Dette ble gjort for å redusere den usikkerheten som var i markedet foran presidentvalget, ved at det understrekes at også Lula vil følge programmet som sentralbanken trekker opp. Programmet innebærer blant annet en innstramning av den fiskale politikken med et mål om overskudd på de offentlige budsjettene på 3,9 prosent av BNP, videreføring av en stram pengepolitikk, samt en styrket agenda for strukturell reformering

Dette viser at viktige elementer i Brasils makroøkonomiske politikk lå fast uavhengig av hvem som satt i presidentstolen. Siden dette notatet er skrevet av brasilianske myndigheter, og som nevnt akseptert av alle de seriøse presidentkandidatene, blir det imidlertid feil å si at IMF tvinger Brasil til å følge en bestemt makroøkonomisk politikk. Myndighetene er i høyeste grad med på denne politikktutformingen. Poenget er imidlertid at Brasils myndigheter trolig vurderte at landet ikke hadde noe reelt valg, en avtale med IMF og sterk forpliktelse av makroøkonomisk stø kurs har sannsynligvis blitt opplevd som avgjørende for å unngå at presset mot økonomien ble enda større. Fortsatt var den ustabile økonomien fra starten av 1990-tallet relativt nær historie, og selv om valutakrisen fra 1998-99 ikke førte til noen makroøkonomisk katastrofe var det som kjent nok av andre land som hadde opplevd mye verre konsekvenser av finansiell uro – det var tilstrekkelig å se på nabolandet Argentina.

#### **5.4. Telefonicas engasjement i Brasil**

Før gjennomføringen av privatiseringsprogrammet PND på 1990-tallet, var telesektoren i Brasil organisert gjennom det statlig kontrollerte selskapet Telecomunicações Brasileiras S.A, forkortet Telebras. Telebras var et paraplyelskap med datterselskap i samtlige delstater, og ble opprettet i 1972 som fullføringen av nasjonaliseringen av telesektoren i Brasil (Novaes 1999).

Privatiseringen av Telebras var en omfattende prosess, som både krevde endring av grunnloven og en rekke andre omfattende reformer. Blant disse var opprettelsen av et uavhengig organ til å overvåke og regulere sektoren, reformer for å endre delstatenes rolle i telemarkedene, samt at de enkelte selskapene i Telebras-systemet måtte forberedes på hva som skulle skje. Resultatet av dette var en av verdenshistoriens største privatiseringsprosesser. Denne ble fullført i

juli 1998, og da hadde den brasilianske regjeringen solgt sine 51,79 prosent av stemmeandelene i Telebras-paraplyen for rundt 19 milliarder amerikanske dollar (Novaes 1999).

Telefonica kom til Brasil da selskapet kjøpte seg opp i den brasilianske telesektoren gjennom privatiseringsprogrammet mot slutten av 1990-tallet, og hoveddelen av investeringene ble gjennomført i 1997-98 (Daniel Gomes og Luis Lima, intervju). Da salget av de ulike selskapene i nettverket Telebras var ferdig sommeren 1998, satt Telefonica igjen som den ledende operatøren i Brasil (Telefonicas årsrapport 1998). I mange av selskapene Telefonica kjøpte seg inn i, har oppkjøpet foregått i samarbeid med andre, for eksempel i mobilselskapet Vivo. Her eier Telefonica og Portugal Telecom halvparten hver i et selskap som igjen eier 60 prosent av Vivo, noe som gir Telefonica og Portugal Telecom kontroll over Vivo.

Telefonica valgte med andre ord å investere tungt i Brasil i en periode med sterk finansiell ustabilitet i mange framvoksende markeder, og hvor også Brasil var truet av finansiell uro. Etter Asiakrisen høsten 1997 forventet de fleste at Brasil før eller senere enten måtte devaluere valutaen eller gå over til et flytende valutaregime (Pedro Fachada, intervju), noe som gjorde utenlandske investorer sårbare for valutarisiko. For Telefonica var muligheten for en langsiktig investering og ekspansjon langt viktigere enn kortsiktige bekymringer for valuta-ustabilitet:

«It was an interesting opportunity for the company to invest, despite any worries [...] I think at that moment the industry was expanding and you had a new guideline within the company to grow and that was one of the probably most appropriate ways to grow at that point.»

Daniel Gomes, intervju

Dette var en tankegang Telefonica ikke var alene om, som vi tidligere har sett av utviklingen i FDI til Brasil. Utenlandske selskap vurderte mulighetene for langsiktig fortjeneste som viktigere enn trusselen om kortsiktige valutatap. Det betydde imidlertid ikke at trusselen om valutatap ble ignorert. Høsten 1998 var alle investorer som var til stede i Brasil beskyttet mot en devaluering av real-en (Pedro Fachada, intervju).

#### **5.4.1. Beretninger om beskyttelse**

Telefonica redegjør i sin årsrapport for 2004 for ulike typer finansiell risiko selskapet er utsatt for. Blant disse beskrives valutarisiko og renterisiko slik:

«1. Exchange rate risk

This arises mainly due to the international presence of Telefónica, with investments and business in non-euro currency countries (mainly in Latin America), and due to the existence of debt in currencies other than those of the countries where business is conducted, or where the companies that have taken the debt are based.

## 2. Interest rate risk

This is embodied in the variation in (i) the financial costs of variable rate debt (or that with short term maturity, and foreseeable renewal), due to fluctuation in the interest rates, and (ii) the value of the long term liabilities with fixed interest rates (the market value of which rises when the interest rates drop)».

Telefonica, Annual Report 2004, 128

Videre understreker Telefonica at utenlandske investeringer medfører økt risiko for både verditap på aksjer og eiendeler, samt at kapitalstrømmer tilbake til hjemlandet kan bli redusert på grunn av muligheten for politisk, økonomisk og sosial ustabilitet i de landene selskapet opererer – og da særlig i Latin-Amerika (Telefonica, Annual Report 2004). Ifølge Daniel Gomes har Telefonica en aktiv politikk for å minimere risiko, noe som bekreftes i årsrapportene:

The Telefónica Group actively manages the risks mentioned, in order to stabilise:

- The cash flows, to facilitate financial planning and take advantage of investment opportunities.
- The Profit Account, to facilitate its understanding, and investor prediction.
- The value of the equity, protecting the value of the investment made.

In cases in which these objectives are mutually exclusive, the financial management of the Group will evaluate which must prevail.

In its risk management, Telefónica uses derivative financial instruments, mainly on exchange rates, interest rates and shares.»

Telefonica, Annual Report 2004, 128

Her understreker selskapet problemet med å forholde seg til flere ulike risikotyper samtidig, og at strategier for å redusere ulike typer risiko kan være gjensidig ekskluderende – ved at tiltak for å redusere en type risiko kan øke andre typer. En reell problemstilling for Telefonica er at selskapet kan redusere valutarisikoen ved å flytte gjeld over til det samme landet som investeringene er gjort. Dette kan imidlertid medføre økt risiko for både raske rentesvingninger og høyere rentenivå.

Telefonicas politikk i Brasil er å beskytte alle sine investeringer mot valutasvingninger (Daniel Gomes, intervju). Det innebærer at alle lån Telefonica Brasil har tatt opp i annen valuta enn real er beskyttet mot valutasvingninger. Denne politikken har Telefonica ivaretatt på tross av at real-en har steget i verdi mot dollar de siste tre årene. Gomes forklarer politikken med at selskapet ønsker forutsigbarhet, på tross av at dette til en viss grad medfører økte kostnader:

«This is a company policy in terms of risk reduction – not to have any surprises. We might have a little bit higher cost, but given the previous instability and the fact that we could have further instability in the future, the company have taken perhaps a



conservative approach towards the shareholders but it's pretty much company policy to hedge foreign currency risk.»

Daniel Gomes, intervju

I tillegg til at Telefonica Brasil beskytter seg mot valutasvingninger ved hedging av utenlandske lån, har selskapet en aktiv politikk for å vri gjeldsporteføljen over til real. Daniel Gomes sier selskapet i dag har svært liten del av gjelden i utenlandsk valuta, og at dette også er en strategi for å minimere risiko for tap ved ustabil valuta. Dette skjer blant annet ved at nye investeringer finansieres ved låneopptak i det brasilianske markedet, for eksempel ble til dels store investeringer både i 2001 og 2004 finansiert ved salg av obligasjoner i det brasilianske finansmarkedet (Daniel Gomes, intervju).

Dette innebærer at Telefonica Brasil for det første er villige til å betale en høyere rente på lånene sine, i og med at Brasil har et rentenivå som er vesentlig høyere enn det man finner i en rekke andre markeder, og for det andre at selskapet ved å redusere risikoen for valutasvingninger dermed utsetter seg for større risiko for endringer i rentenivået. Selskapet har ikke en politikk for å automatisk beskytte seg mot endringer i rentenivået, men følger renteutviklingen løpende og beskytter seg kun mot rentesvingninger dersom det forventes renteøkninger.

Da kapitalflukten fra Brasil startet høsten 1998 var det lite Telefonica kunne gjøre med unntak av å beskytte investeringene gjennom hedging, fordi investeringene allerede var gjort (Luis Lima, intervju). Selve hedgingen var ikke vanskelig. Lima understreker at det finnes tilstrekkelige finansielle instrumenter i det brasilianske markedet til å beskytte investeringene, spørsmålet er til hvilken pris. Det betyr imidlertid ikke at prisen på den finansielle forsikringen var den eneste kostnaden Telefonica hadde fra den brasilianske devalueringen. På grunn av hedgingen øker ikke utgiftene til betjeningen av den utenlandske gjelden, men inntektene Telefonica genererer i Brasil blir selvsagt mindre verdt i forhold til andre valutaer. Det betyr at utbyttet Telefonica Brasil kunne sende hjem til sitt morselskap i Madrid sank på grunn av devalueringen. Daniel Gomes beskriver dette slik:

«For the investors, specifically Telefonica, it was a significant blow, because they had just invested in the country, and all of a sudden you have the currency being devaluated, so all the dividend flow has been tremendously devaluated. [...] So in the end, I'd say that we have not yet reached an interesting return of investment for that specific investment in a strong currency, but then again there was nothing to be done, we were already here anyway, so we might as well make it as profitable as possible.»

Daniel Gomes, intervju

#### **5.4.2. Forklaringer på Telefonicas atferd**

Mot slutten av kapittel 3 trakk jeg opp noen hovedlinjer i hvordan verdens finansielle markeder har endret seg de siste par tiårene, og hvordan framveksten av nye finansielle instrumenter har vært en viktig del av denne endringen. Jeg har også, tidligere i dette kapitlet, beskrevet hvordan brasilianske myndigheter åpnet opp for utenlandske investorer i telesektoren. Begge disse fenomenene må sees som omfattende institusjonelle endringer, som på hver sin måte la til rette for Telefonicas engasjement i Brasil. Privatiseringsprogrammets betydning er udiskutabelt, uten PND ville det ikke vært noe telemarked å investere i for Telefonica. Men hvor viktig er utviklingen av de finansielle markedene for at selskapet handler som det gjør?

Årsaken til at Telefonica velger å beskytte investeringene sine mot valutauro er naturligvis ustabiliteten i markedet som gjør at sannsynligheten for til dels store svingninger i valutakurs er til tider høy. Samtidig understreker selskapet at behovet for forutsigbarhet er vel så stort som behovet for å maksimere fortjenesten – det går fram av Gomes' utsagn om at man foretrekker en konservativ tilnærming til å unngå overraskelser selv om det iblant koster litt penger. Dermed passer selskapets strategi godt inn i det Smithson og Smith beskriver, i forhold til å fokusere på sine kjerneoppgaver (kapittel 3.5). Telefonica ønsker å tjene penger på å selge teletjenester, ikke på valutaspekulasjon.

Strategien om å overføre gjeld og finne ny kapital i det brasilianske markedet gjenspeiler også ønsket om økt forutsigbarhet, ettersom valutakursen kan regnes som mer stabil enn rentenivået i Brasil. Forskjellen i rentekostnader i det brasilianske markedet, sammenlignet med for eksempel markedet i Europa eller USA, er betydelig (Daniel Gomes, intervju). Risikoen for ytterligere devalueringer, og kostnaden ved å beskytte seg mot disse, vurderes som høyere. Dette er imidlertid en strategi som krever at Brasil har et avansert og godt utbygd finansielt marked. Mange utviklingsland vil ikke ha finansielle markeder som er utviklede nok til at utenlandske investorer kan beskytte seg mot valutasvingninger i den grad Telefonica har gjort i Brasil – som nevnt i kapittel 3.3.2 er Brasil det eneste landet (per 2002) i den regionen med et godt utbygd institusjonelt rammeverk for derivathandel.

Det er imidlertid ikke sagt at Telefonica ville holdt seg unna det brasilianske markedet dersom mulighetene til finansiell beskyttelse ikke hadde vært til stede. Men muligheten for å bruke disse instrumentene for å minimere risiko er selvsagt viktig og et sentralt element når en investeringsbeslutning skal fattes. Uansett er trolig det viktigste poenget det Daniel Gomes understreket i intervjuet: Privatiseringen av telesektoren i Brasil innebar en interessant investeringsmulighet, telesektoren generelt ekspanderte og det var da man hadde sjansen til å bli med. For å låne begreper fra Sayer: De kontingente forholdene i Brasil la til rette for at

investeringene skulle skje i 1998, og de internasjonale finansielle markedene tilbød mekanismer som muliggjorde disse investeringene. Markedet i Brasil ble ansett som så interessant at man var villige til å ta risiko. Hvorvidt risikoen hadde vært for høy dersom muligheten til finansiell beskyttelse ikke hadde fantes, blir umulig å besvare. Det som imidlertid er udiskutabelt, er at så lenge muligheten for finansiell beskyttelse finnes, så blir den brukt når selskapet finner behov for det.

#### **5.4.3. Telefonicas representativitet**

I løpet av de foregående sidene har jeg beskrevet deler av Telefonicas politikk som stor utenlandsk investor i det brasilianske markedet. Hva kan Telefonicas handlinger fortelle om hvordan næringslivet i Brasil reagerte i forhold til finansiell ustabilitet?

Mitt hovedanliggende har vært å se på Telefonicas politikk med hensyn til kapitalstømmer til og fra Brasil, og hvordan de kapitalstrømmene selskapet initierer kan påvirke den brasilianske økonomien. I denne sammenheng er det fire forhold som spesielt kan trekkes fram. For det første så Telefonica mot slutten av 1990-tallet de langsiktige mulighetene for fortjeneste i Brasil som så store at ustabile makroøkonomiske forhold ble vurdert som underordnet. For det andre prioriterer selskapet å beskytte seg mot valutasvingninger, på tross av de kostnadene dette medfører. For det tredje velger Telefonica å overføre mest mulig av gjeldsporteføljen til brasiliansk valuta, først og fremst som en strategi for å redusere risiko for valutasvingninger, på tross av at dette medfører økte renteutgifter og økt usikkerhet for brå svingninger i rentenivået. I tillegg er det, naturlig nok, viktig for selskapet å sørge for et akseptabelt utbytte til morselskapet i Spania, som sto for investeringen i utgangspunktet.

I hvilken grad er Telefonicas atferd overførbar til andre utenlandske direkteinvestorer i Brasil? Her er det viktig å presisere at avgrensningene i denne oppgaven gjør det vanskelig å trekke for sterke konklusjoner. Jeg har ikke gjort noen undersøkelser på noe annet enkeltforetak, så de slutninger som trekkes blir basert på sekundærlitteratur som omhandler den brasilianske økonomien og investorers handlingsmåte som helhet. Allikevel mener jeg, når disse forbeholdene er tatt, at det er mulig å gjøre noen vurderinger på litt høyere abstraksjonsnivå.

Når det gjelder Telefonicas avveining mellom kortsiktig ustabilitet og langsiktige muligheter for fortjeneste, viser volumet på de direkte utenlandsinvesteringene til Brasil at selskapet ikke var alene om å satse i denne perioden. Dette henger trolig sammen med privatiseringsprogrammet, som ga en mulighet for utenlandsk næringsliv til å etablere seg i Latin-Amerikas største marked; en mulighet som neppe ville komme igjen. Samtidig var det nok viktig

for investorene at det faktisk eksisterte et avansert marked for hedging i Brasil. Det gjorde at usikkerheten for investeringene ble redusert.

Som tidligere diskutert var Telefonica alt annet enn alene om å beskytte seg mot valutasvingninger i forbindelse med valutakrisen i 1998-99, det gjorde alle aktørene i Brasil. De eneste som virkelig hadde satset på feil hest da Brasil devaluerte real-en i 1999 var to relativt små banker som hadde gamblet på at man ville unngå en devaluering (Pedro Fachada, intervju). Men ellers var både privat sektor i Brasil og de utenlandske investorene beskyttet mot devalueringen, så når det gjelder atferd i forbindelse med valutakrisen i 1998-99 er det all mulig grunn til å anta at Telefonicas posisjoner er representative for markedet.

Denne konklusjonen kan ikke trekkes med like stor styrke når det gjelder valutauroen i 2001-02, og Telefonicas politikk om å til enhver tid være beskyttet mot valutasvingninger. Grunnen til dette er ikke funn som viser det motsatte, at selskaper velger andre strategier, men snarere at jeg ikke kan dokumentere at andre selskaper følger farge i like stor grad. Pedro Fachada sier imidlertid at etterspørselen etter finansiell forsikring er større i 2002 enn under opptakten til devalueringen i 1999 (intervju), og det viser at store deler av næringslivet benyttet disse instrumentene. Dette bekreftes av Fernando de Oliveira og Walter Novaes (2005), som viser at omfanget av sentralbankens tilbud av finansiell forsikring stiger i perioder hvor valutakursen er ustabil. På den annen side var utsagnene sterkere i forholdt til at hele næringslivet var beskyttet i 1998-99.

I tillegg omtaler Daniel Gomes politikken til Telefonica om permanent beskyttelse mot valutasvingninger som «perhaps a conservative approach» (intervju). Det er selvsagt godt mulig at andre selskaper følger andre strategier for hedging og det er derfor ikke grunnlag for å trekke like tydelige slutninger på dette punktet. Jeg har heller ingen holdepunkter for å si om andre selskaper har den samme politikken i forhold til å overføre gjeldsporteføljen til lokal valuta. Andre selskaper kan foretrekke å ha gjeld i markeder med lav rente og heller ha et enda større nivå på beskyttelsen mot valutasvingninger.

Med hensyn til ønsket fra Telefonica Brasil om å sende overskudd hjem til Telefonica Spania, må det kunne anses som en relativt representativ politikk for utenlandske investorer – ønske om økt inntjening er en svært sentral årsak til at et selskap velger å investere i andre markeder, for å si det forsiktig.

#### **5.4.4. Makroøkonomiske konsekvenser av investorenes atferd**

På bakgrunn av det foregående avsnittet, vil jeg forsøke å trekke noen konklusjoner med hensyn til hvilke makroøkonomiske konsekvenser atferden til utenlandske direkteinvestorer har hatt i Brasil de senere årene.

Ser vi på kapitalstrømmene over Brasils landegrenser, er det relativt tydelig at direkteinvestorenes aktivitet har spilt en vesentlig rolle i hvordan disse har utviklet seg – selv om direkteinvesteringene bare utgjør en del av de totale kapitalstrømmene. Som tidligere nevnt bidro det voksende nivået på FDI til å dekke opp for det handelsunderskuddet som Brasil hadde mot slutten av forrige århundre, et mindre omfang av FDI ville gjort at dette underskuddet måtte vært dekket opp på andre måter – trolig ved økt opptak av gjeld. Etter årtusenskiftet falt omfanget av FDI, mye fordi de store privatiseringsrundene var mer eller mindre sluttført, og da sank ble naturlig nok kapitaltilførselen til Brasil mindre.

Luis Lima understreker hvor viktig det er for Telefonica Brasil å sende utbytte tilbake til Telefonica Spania:

«The idea is to export capital, to pay dividend to Telefonica Spain. Big investments have been done, the idea from that time on is to pay dividend to Telefonica in Spain.»  
Luis Lima, intervju

Dersom vi regner med at Telefonicas oppførsel er representativ med hensyn til ønsket om å betale utbytte hjem til moderselskapet i Spania, samt økt fokus på å skaffe finansiering i det brasilianske finansmarkedet, kan dette føre til at Brasil kommer til å se økende kapitalstrømmer ut av landet fra de utenlandske investorene. Hvis Brasil igjen kommer i en situasjon med kapitalflukt og press mot landets valuta, vil kapitalstrømmene fra denne typen investorer bidra til å forsterke kapitalflukten. Høsten 1998 var det motsatt, da bidro direkteinvesteringene til kapitaltilstrømning mens de mer spekulative investorene solgte seg ut av landet. Samtidig er det her nødvendig å understreke at i perioder med store svingninger i valutakursen vil handlingene fra de kortsiktige og spekulative aktørene ha langt større betydning på den kortsiktige markedsutviklingen, det viser både erfaringene fra Brasil høsten 1998 og fra de andre finansielle krisene som tidligere har vært omtalt.

Et annet interessant spørsmål er hvilken innvirkning den finansielle forsikringen, hedgingen, har hatt på Brasils makroøkonomi. Kan det at hele privat sektor brukte hedging som virkemiddel for å unngå valutatap i seg selv ha bidratt til økt press mot den brasilianske valutaen?

Dette er det ikke lett å gi noe entydig svar på. Luis Lima i Telefonica mener hedgingen har en effekt, og viser i første rekke til situasjonen i 2001-02 – hvor beskyttelse mot effektene av devaluering i seg selv forsterker presset mot den brasilianske real-en (intervju). Dette skjer fordi

kursfallet kommer som konsekvens av at det er høyere etterspørsel enn tilbud av real-en – og flere av de finansielle instrumentene som brukes til hedging innebærer at man selger seg ut av real og kjøper annen valuta. Ved kjøp av obligasjoner indeksert i dollar gir man fra seg real i bytte mot verdipapirer i en annen valuta, dermed bidrar man til at etterspørselen etter real synker, og kursen faller. Hvis mange aktører i markedet gjør dette samtidig, kan det ha betydelig makroøkonomisk effekt. Pedro Fachada støtter dette synet:

«You had a huge overshoot on the exchange rate because of the demand for hedge [...] The impact of the demand for hedge on the exchange market was really substantial, and fuelled depreciation even further.»

Pedro Fachada, intervju

I forhold til devalueringen i 1999 mener Lima, på spørsmål fra meg, at denne effekten også kan ha bidratt til å øke presset mot en devaluering av real-en i 1998-99. Tankegangen er at under et valutaregime med flytende kurs, vil hedgingen bidra til at kursen svekker seg gradvis, mens under et fastkursregime vil den øke presset om å endre valutaregime (intervju). Pedro Fachada i sentralbanken mener imidlertid at hedgingen ikke hadde denne virkningen fram mot devalueringen i 1999, fordi den grunnleggende årsaken til ustabiliteten lå i de makroøkonomiske fundamentene – med økende underskudd i handelsbalanse og budsjettbalanse. Disse svarene er ikke nødvendigvis motstridende, selv om de avdekker en mulig uenighet i hvor viktig aktørenes handlinger faktisk var. Men Fachadas syn om at valutakrisen skyldtes makroøkonomisk ubalanse trenger ikke utelukke at hedgingen har hatt en viss effekt, selv om den ikke er sentral, og Limas utsagn om at hedgingen spilte en rolle behøver ikke bety at den var avgjørende for at real-en ble devaluert.

Spiller investorenes atferd inn på hvordan markedene utvikler seg, bidrar etterspørsel etter finansielle instrumenter til å forme hvordan markedet for denne typen produkter endrer seg? Det er også et godt spørsmål, og et fullstendig svar faller utenom rammene for denne oppgaven. En sannsynlig antagelse er imidlertid at øvrige investorer gjør som Telefonica i de markedene de opererer: De forholder seg til de institusjoner som finnes og bruker de mulighetene som til enhver tid finnes. Utviklingen av nye finansielle instrumenter skjedde ikke i et vakuum, men skjøt fart samtidig med den økende dereguleringen av verdens markeder. Det kan derfor synes rimelig å anta at den samlede atferden fra direkteinvestorene bidrar til å videreutvikle og endre denne typen markeder.

#### **5.4.5. Telefonica som del av produksjonsparadigmet i Brasil**

Verken en bedrift eller en sektor er naturligvis tilstrekkelig som datagrunnlag for å si noe om det brasilianske produksjonsparadigmet som helhet. Men med de forbeholdene som er tatt med hensyn til hvilke muligheter som finnes for å generalisere på bakgrunn av Telefonicas handlinger, ønsker jeg å avslutte denne delen med en kort diskusjon omkring produksjonsparadigmet i Brasil. Hva kan Telefonicas handlinger fortelle om dette?

Som multinasjonalt selskap står Telefonica for en produksjonsprofil som innebærer å være tilstede over et stort geografisk område, å være aktive i mange markeder og søke nærhet til de markedene og de kundene selskapet forholder seg til. Hvis Telefonica Brasil er representativt for hvordan Telefonica opptrer i andre land, later det til at det å etablere seg som en lokal tilbyder av teletjenester er viktig, samtidig som selskapet også prioriterer tett samarbeid med andre aktører. Da Telefonica kom inn på det brasilianske markedet ble en rekke ulike lokale selskap kjøpt opp, slik at Telefonica fikk etablert direkte kundekontakt i mange lokale markeder – hvorav Sao Paulo var det viktigste (Daniel Gomes, intervju). På den annen side velger selskapet i mange tilfeller en strategi som er balansert mellom samarbeid med andre store aktører, som at oppkjøpet av mobilselskapet Vivo ble gjort sammen med Portugal Telecom.

Jeg har tidligere skrevet en del om at Telefonica Brasil ønsker størst mulig del av gjeldsporteføljen sin i brasiliansk valuta. Begrunnelsen som er gitt for dette har utelukkende vært økonomisk, men det kan tenkes at dette også er en strategi fra den brasilianske delen av selskapet om å forankre seg grundigere i det lokale markedet for i større grad være et brasiliansk selskap, ikke bare en underavdeling av Telefonica Spania. Hvis dette er tilfelle, er det interessant fordi det kan si noe om en strategi i retning av større uavhengighet mellom de ulike nasjonale avdelingene av selskapet. Det blir imidlertid litt vel spekulativt å gå videre med denne tankerekken.

Den typiske storbedrift under det fordistiske paradigmet drev med nasjonal produksjon for nasjonale markeder. Telefonicas etablering i Brasil bryter delvis med denne organisasjonsmodellen, på grunn av selskapets multinasjonale struktur, men samtidig er hele Telefonicas tilstedeværelse i Brasil bygget på at reguleringsformen for den brasilianske telesektoren ble endret gjennom privatiseringsprogrammet og åpningen for utenlandske aktører. Derfor er det, i dette tilfellet, riktigere å si at det er en endring i reguleringsmåten i Brasil som har gjort at produksjonsmønstrene i sektoren har endret seg. De institusjonelle rammene i Brasil ble forandret, og åpnet dermed muligheten for at nye aktører i markedet. Samtidig er dereguleringen og åpningen av telesektoren i Brasil en del av et langt større bilde preget av privatisering og liberalisering.

## 5.5. Konsekvenser av Brasils politikk

Som før nevnt, målt ut fra makroøkonomiske indikatorer klarte den brasilianske økonomien seg rimelig bra gjennom valutakrisen i 1998-99. Dette er det flere årsaker til. En av de viktigste er at det brasilianske næringslivet som før nevnt kom relativt greit gjennom krisen (Pedro Fachada, intervju). Det høye rentenivået var en tøff belastning for mange, men for det første var gjeldsnivået i næringslivet langt lavere enn for eksempel i Sørøst-Asia, og denne gjelden var for det aller meste tatt opp i real og i liten grad i dollar (Krugman 2000). For det andre var det brasilianske næringslivet som nevnt i stor grad beskyttet mot krisen gjennom finansiell beskyttelse.

På mange måter hadde Brasil en sunnere økonomi etter devalueringen i januar 1999 (Krugman 2000). Igjen, ser man på de makroøkonomiske indikatorene er det godt grunnlag for denne påstanden, et par år etter krisen var underskuddet i både handels- og budsjettbalanse snudd til overskudd. Dette betyr imidlertid ikke at krisen var uten konsekvenser. Selv om store deler av næringslivet klarte seg relativt bra, opplevde Brasil et økende antall konkurser og stigende arbeidsledighet – samtidig som regjeringen brukte budsjettinnstramming som ett av virkemidlene for å gjenopprette tilliten til den brasilianske økonomien og forsvare valutaregimet høsten 1998. Det bidro til at den lavkonjunktoren den brasilianske økonomien var på vei inn i ble forsterket, i alle fall på kort sikt (Krugman 2000).

Det at næringslivet klarte seg så vidt bra skyldes dessuten også i stor grad regjeringens politikk med å selge obligasjoner i real med løfte om innløsning i dollar. Det gjør at regningen for devalueringen i stor grad ble betalt av offentlige myndigheter. Pedro Fachada i sentralbanken sier det rett ut: «all the cost was in the public sector» (Pedro Fachada, intervju).

Valutakrisen førte også til kraftig økning i den brasilianske utenlandsgjelden. Sommeren 1998 hadde Brasil et gjeldsnivå på omkring 20 prosent av BNP, like etter devalueringen i januar 1999 utgjorde gjelden over 30 prosent av BNP<sup>28</sup>. Dette skyldes flere ting. Gjelden er tatt opp i utenlandsk valuta, devaluering av real-en øker derfor gjeldsbelastningen. For det andre ble støttepakken som ble arrangert i samarbeid med IMF gitt som lån. De dollar-indekserte obligasjonene skulle også utløses, i tillegg til at underskuddet på handelsbalansen selvfølgelig også bidrar – som det hadde gjort gjennom hele den siste halvdel av 1990-tallet.

Brasil unngikk at økonomien kollapset som følge av valutakrisen i 1998-99, men spesielt offentlig sektor måtte betale en høy pris. Det ligger utenfor rammene til denne oppgaven å se på hvilke grupper og sektorer som har blitt skadelidende av dette, men i et land som ligger helt i verdenstoppen når det gjelder interne forskjeller mellom fattige og rike er det rimelig å anta at de

---

<sup>28</sup> Basert på tall fra den brasilianske sentralbanken: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)



svakeste gruppene kommer dårligere ut når de offentlige budsjettene må reduseres. Dessuten ble det framtidige handlingsrommet i den økonomiske politikken ble kraftig redusert, både ved at myndighetene gjennom avtalen med IMF forpliktet seg til å overskuddsbudsjettere, og ved at gjeldskostnadene steg kraftig. På den annen side er det selvfølgelig ikke gitt at disse konsekvensene ville blitt annerledes dersom myndighetene hadde ført en annen politikk. Hadde Brasil valgt å ikke beskytte næringslivet mot konsekvensene av devalueringen, kunne konsekvensene i privat sektor blitt langt mer alvorlige – noe som også ville hatt store konsekvenser for den brasilianske økonomien.

## 5.6. Tilbudssideøkonomi?

Som vi har sett, har de brasilianske myndighetene vært aktive i forhold til å intervenere i økonomien. Hva har statens rolle vært i Brasil etter innføringen av Plano Real, er det mulig å finne noen mønstre i statens økonomiske politikk og i Brasils anstrengelser for å unngå å bli smittet av finansiell krise? Er Brasils handlinger et eksempel på en stat som prioriterer å styrke tilbudssiden i økonomien?

Det viktigste for myndighetene i Brasil var makroøkonomisk stabilisering, med hovedvekt på å få inflasjonen under kontroll, og de sentrale elementene i Brasils politikk for å forsvare det økonomiske reformprogrammet og valutaregimet fra 1994 til endringen i valutaregime i 1999 kan oppsummeres i følgende punkter: Aktiv bruk av rentenivået for å stabilisere valutakursen. Salg av statsobligasjoner knyttet til dollar for å understreke forpliktelsen til valutaregimet, og for å hindre store tap i privat sektor i tilfelle devaluering. Avtale med IMF for å støtte opp om valutaen og for å styrke tilliten til økonomien som sådan. Og arbeid for reformer som skulle redusere underskuddet på de offentlige budsjettene. I tillegg var perioden preget av privatisering av viktige deler av offentlig sektor, sammen med et ønske om å tiltrekke seg utenlandske investeringer.

Deler av denne politikken passer godt inn i Jessops beskrivelser om intervensering på økonomiens tilbudsside. Det første jeg vil trekke fram er strategien med salg av de dollar-indekserte statsobligasjonene direkte rettet inn mot at privat sektor skal unngå tap på grunn av devalueringen, det offentlige tar regningen for å skjerme privat sektor. Ser man videre på tiltakene som ble satt i verk gjennom pakken med IMF høsten 1998, var dette også i første rekke tiltak som skulle styrke konkurranseevnen til den brasilianske økonomien:

«The way is now open for the international community to provide financial support to Brazil that will enhance market confidence in the government's economic policies and help ensure the success of the country's program.»

Michel Camdessus, IMF-direktør, 13. november 1998

Som nevnt i kapittel 5.2.2 beskrev Brasils myndigheter i brevet til IMF en situasjon med på den ene siden stigende ledighet, stagnerende BNP og synkende innenlandsk etterspørsel, og på den andre siden kapitalflukt og sviktende tillit i den finansielle markedene. I en slik situasjon velger Brasil en økonomisk politikk som ytterligere strammer inn etterspørselssiden i økonomien, for å gjenreise tilliten til landets økonomi. Det passer godt inn i Jessops portrett av offentlig styrking av økonomiens tilbudsside.

Et tredje eksempel er bruken av rentepolitikken høsten 1998. Stikk i strid med de gamle keynesianske læresetningene om hva man gjør når innenlandsk økonomi viser tegn til resesjon, ble rentenivået skrudd opp fordi forsvar av valutakursen ble prioritert foran stimulering av innenlandsk økonomi (Krugman 2000). Dette kan sees som et av de mest klassiske eksemplene på tilbudssideorientert økonomisk politikk. På den annen side, den argumentasjonsrekken innebærer at hele det makroøkonomiske reformprogrammet Brasil satt i verk i 1994 innebærer tilbudssideorientert politikk. Binding av valutakursen til dollar betyr at landet er nødt til å bruke rentenivået til å forsvare valutakursen, og ikke til å justere aktivitetsnivået i økonomien. Å skru opp renten høsten 1998 var bare en konsekvens av systemet med bindingen til dollar. Som vi tidligere har sett brukte Brasil høyt rentenivå for å forsvare valutaregimet både etter krisen i Mexico og i Øst-Asia.

Det blir imidlertid for enkelt å hevde at grunnelementene i Plano Real er tilbudssideorientert politikk fordi valutaregimet gjør at rentepolitikken ikke kan brukes etter keynesiansk modell. Reformpakken i 1994 var først og fremst rettet inn for å stabilisere økonomien som *helhet*. En reform som skal stabilisere hele makroøkonomien trenger ikke nødvendigvis rette seg inn mot enten tilbudssiden eller etterspørselssiden. Valutaregimet var sett på som det kanskje viktigste enkeltelementet i Plano Real (Pedro Fachada, intervju), dermed blir det kanskje riktigere å vurdere manglende fleksibilitet i rentepolitikken som en konsekvens av de begrensningene myndighetene hadde i forhold til den økonomiske politikken. En annen måte å si det på kan være at noen av kjerneelementene i Plano Real, som var konstruert for å stabilisere Brasils økonomi som helhet, først og fremst rettet seg inn mot økonomiens tilbudsside.

Samtidig kan det argumenteres med at Brasil kunne hatt mulighet til å drive en noe mer etterspørselsorientert økonomisk politikk. Ser man Brasils handel med utlandet i forhold til størrelsen på landets BNP, viser det seg at Brasils økonomi egentlig er ganske lukket (Krugman 2000; Pedro Fachada, intervju). Det burde gjøre at myndighetene faktisk hadde handlingsrom til å prioritere en etterspørselsorientert politikk i større grad enn hva som ble gjort. På den annen side, i forhold til kapitalflyt over landegrensene var den brasilianske økonomien åpen, og det er jo forhold i denne delen av økonomien som medfører det sterkeste presset på landets valuta høsten

1998. Kanskje ville myndighetene vært nødt til å innføre en eller annen type kapitalkontroll for å ha muligheten til å føre en mer etterspørselsorientert politikk.

#### **5.6.1. Begrensninger på Brasils handlingsrom**

Hva er det egentlig som begrenser det økonomiske handlingsrommet til Brasils myndigheter, og hva er det som ligger til grunn for at myndighetene tar de valgene som tas?

Det er ikke vanskelig å forstå bakgrunnen for at myndighetene valgte å forsvare valutakursen. Det kanskje viktigste elementet var at valutaregimet ble sett på som det mest sentrale enkeltelementet i Plano Real, og det var en utbredt frykt for at det å oppgi bindingen til dollar kunne velte hele reformprogrammet – at en ukontrollert devaluering igjen ville starte inflasjonsspiralen og dermed undergrave de få årene med relativt stor grad av makroøkonomisk stabilitet. Pedro Fachada i den brasilianske sentralbanken viser til at hovedprioriteten i sentralbanken var å hindre at inflasjonen kom tilbake til tosifrede nivåer. I tillegg var det ingen som egentlig visste hva som kom til å skje dersom man endret valutaregime, og på tross av at devalueringen som nevnt var ventet av så godt som alle aktørene i markedet var det i sentralbankens styre fortsatt en viss tro på at man skulle klare å opprettholde bindingen til dollar også gjennom perioden med kapitalflukt høsten 1998.

Mot slutten av 1998 endret imidlertid holdningen til en eventuell endring av valutaregime seg noe, ifølge Pedro Fachada. Han viser til at avtalen med IMF, og den fiskale reformpakken som ble vedtatt i Kongressen, gjorde at flere begynte å helle til den oppfatning at det kunne være skapt rom for å fjerne valutaens binding til dollar.

Et annet element var at Brasil hadde klart å ri av smittefaren fra både Tequila-krisen og krisen i Øst-Asia. Erfaringene fra disse krisene var dessuten at de landene som var blitt tvunget til devaluering hadde fått store økonomiske problemer på kjøpet. Devalueringen hadde i en rekke land ført til en forverring av den økonomiske situasjonen, ikke en stabilisering. Frykten for at det samme kunne skje i Brasil var avgjort til stede hos myndighetene.

Dette viser at behovet for å ha tillit i markedet legger begrensninger på hva Brasil faktisk kan gjøre. Det institusjonelle rammeverket som de internasjonale finansielle markedene utgjør begrenser handlingsrommet til brasilianske myndigheter, i form av hvordan kapitalstrømmene utvikler seg og hvordan dette igjen påvirker den brasilianske økonomien. Dette bør også sees på som en del av det institusjonelle rammeverket. Videre er det åpenbart at en del av disse begrensningene kommer fra organisasjonen IMF, og de formelle institusjonelle begrensningene som ligger i de avtalene Brasil har med IMF. Samtidig kan det også sies at uformelle institusjonelle begrensninger spiller en rolle. Selv om den politikken som kommer til uttrykk

gjennom Brasils «Letter of Intent» kommer fra regjeringen og sentralbanken, og er et klart uttrykk for et formelt institusjonelt rammeverk, så kan dette også ses på som en slags selvpålagt begrensning fra brasilianske myndigheters side – i forhold til at man ikke ønsker å utfordre verken IMF eller tunge aktører i markedet.

Dette henger sammen med at Brasil ønsker å være et attraktivt marked for både utenlandske og innenlandske investorer. I det kaoset som rådde i de internasjonale finansmarkedene høsten 1998, var det ikke fristende å forsøke politiske virkemidler som kunne svekke tilliten til økonomien – særlig ikke når man så hvordan Hong Kong og Malaysia ble behandlet i finanskomentatorenes spalter (Krugman 2000).

Både i Hong Kong og Malaysia intervenerte myndighetene kraftig i økonomien på sensommeren i 1998. Hong Kong ble utsatt for et spekulativt angrep fra en del større hedgefond, som spekulerte i at Hong Kongs aksjemarked skulle falle. Myndighetene gikk til motangrep ved å intervenere i aksjemarkedet i stor stil for å tvinge aksjekursene oppover og dermed sørge for at fondene tapte penger (Krugman 2000)<sup>29</sup>. Malaysia, som var det eneste landet av de som ble rammet av Asiakrisen som ikke inngikk en avtale med IMF for å komme seg igjennom krisen, innførte midlertidige begrensninger på utførsel av kapital fra landet (Stiglitz 2002). Hong Kong ble angrepet i verdenspressen for å bryte med prinsippene om frie markeder, ved at man forstyrrer markedsprisene, mens man for Malaysias del spådde redusert økonomisk vekst og nedgang i investeringsomfanget til landet. I ettertid viste det seg at myndighetene i Hong Kong klarte å motstå det spekulative angrepet selv om det blant annet skyldtes utviklingen i Russland (Krugman 2000). Flere mener dessuten at Malaysia på mange måter var det asiatiske landet som kom best ut av Asiakrisen, blant annet på grunn av politikken med kapitalkontroll (Stiglitz 2002). Men det var det ikke lett å vite høsten 1998.

Debatten rundt politikken til Hong Kong og Malaysia skjedde samtidig som kapitalflukten tok av fra Brasil, mens underskuddet på både handels- og budsjettbalansen var økende, og mens tilstrømningen av direkteinvesteringer fra utlandet var på det høyeste. I en slik situasjon må det ha vært lite fristende for myndighetene å risikere en politikk som gikk på tvers av det de finansielle markedene forventet. Det Brasil mest av alt følte at man trengte, var økt tillit i markedene for å snu kapitalstrømmene. Da var det mer attraktivt å forhandle fram en avtale med IMF enn å iverksette politiske virkemidler som det var grunn til å frykte ville redusere tilliten til landets økonomi.

---

<sup>29</sup> Dette er en stor overforenkling av både strategiene til de store hedge-fondene og tilsvaret fra Hong Kongs myndigheter. Hovedpoenget er imidlertid det sentrale, at myndighetene gikk tungt inn i aksjemarkedet for å drive kursene oppover. For en grundigere beskrivelse, se Krugman (2000).

Hvis vi går videre og ser på politikken Brasil førte i neste periode med press mot valutaen, i 2001-02, ser vi at mange av de samme fenomenene gjentar seg. Sentralbanken fortsetter med å tilby offentlig hedging i form av dollar-indekserte obligasjoner, på tross av at dette bidrar til et fortsatt høyt nivå på Brasils offentlige gjeld, fordi det fortsatt er viktig for myndighetene å forsikre om at en næringslivsvennlig politikk ligger fast. Videre blir avtalen med IMF fornyet.

Som tidligere nevnt er denne nye avtalen med IMF spesiell i og med at den like i forkant av presidentvalget høsten 2002 med stor grad av detaljeringsnivå slår fast hvilken makroøkonomisk politikk Brasil skal føre – uansett hvem som blir valgt til president. Brevet er skrevet av Brasils finansminister og sentralbanksjef, og alle viktige kandidater står inne for innholdet, så heller ikke denne avtalen kan sees utelukkende som detaljert politisk styring fra IMF sin side. Samtidig understreker det hvor klare begrensninger myndighetene i Brasil føler at de har, dette gjøres utelukkende for å berolige de internasjonale finansmarkedene og understreke at det ikke er noen grunn til å frykte noen ny politisk administrasjon i Brasilia, heller ikke den radikale presidentkandidaten Lula.

Alle intervjuobjektene mine la vekt på at markedet relaterte svært mye av ustabiliteten til usikkerhet omkring hvilken politikk Lula og hans Arbeiderparti ville følge. Derfor var det kanskje ikke så rart at også den radikale presidentkandidaten forpliktet seg til å følge avtalen med IMF. Handlingsrommet for å gjøre noe med sulten i Brasil, Lulas valgløfte nummer en, ville kanskje vært mindre i en situasjon med makroøkonomisk ustabilitet og konflikt med de internasjonale finansmarkedene. Men dette viser samtidig at den hele den politiske eliten i Brasil, inkludert den radikale presidentkandidaten, har internalisert omfattende begrensninger i handlingsrommet i den økonomiske politikken landet har mulighet til å føre.

## **5.7. Oppsummering**

Den makroøkonomiske reformen Brasil gjennomførte i 1994 lyktes i å få bukt med et av Brasils historisk sett største økonomiske problemer: skyhøy og ukontrollert inflasjon. Kampen mot inflasjon, og frykten for å få de gamle inflasjonsnivåene tilbake, går som en rød tråd gjennom Brasils økonomiske politikk i siste halvdel av 1990-tallet. Det viktigste virkemiddelet i reformpakken var å knytte valutaen til dollar i et glidende fastkurssystem, et såkalt «crawling peg».

Etter den økonomiske kollapsen i Russland i august 1998 ble Brasil rammet av kapitalflukt som var såpass sterk at valutaregimet var i fare. Brasil var sårbare for valutakrise, siden landet hadde relativt høyt og voksende underskudd på både handelsbalansen og den offentlige budsjettbalansen, men det var krisen i Russland og den påfølgende uroen i de internasjonale finansmarkedene som utløste krisen (Goldfajn 2000). På denne tiden mente så

godt som alle aktørene i markedet at den brasilianske valutaen var overpriset, og privat sektor beskyttet seg dermed mot tap som følge av en eventuell devaluering. Denne beskyttelsen ble i stor grad tilbudt av den brasilianske sentralbanken i form av obligasjoner indeksert i dollar, et tiltak som ble satt i verk for å opprettholde tilliten til brasiliansk økonomi. Dette medførte at devalueringen som kom i januar 1999 fikk få konsekvenser for privat sektor og utenlandske investorer, så godt som alle kostnadene ble tatt av offentlig sektor i Brasil (Pedro Fachada, intervju).

Den reformpakken Brasil innførte i 1994 var en makroøkonomisk reform som tok sikte på å stabilisere den brasilianske økonomien som helhet. Noen av kjerneelementene i planen passer imidlertid godt sammen med politikk som er rettet inn mot å styrke økonomien tilbudsside, snarere enn etterspørselssiden. Bindingen av valutaen til dollar innebar for eksempel at rentenivået måtte brukes til å justere valutakursen, ikke til å regulere aktivitetsnivået i økonomien. Høsten 1998 var Brasil i en situasjon med tegn til økonomisk resesjon samtidig med kapitalflukt, og myndighetene måtte velge om man skulle forsvare valutakursen eller intervensere i økonomien for å motvirke resesjonen. Myndighetene valgte forsvar av valutakursen, som kan sees som et eksempel på at staten velger å gå inn på økonomiens tilbudsside.

Telefonica, en av de største utenlandske aktørene i Brasil, velger bevisst å være fullt ut beskyttet mot valutasvingninger. Ett av virkemidlene for å beskytte seg mot valutasvingninger er at selskapet aktivt overfører mest mulig gjeld til brasiliansk valuta, for å unngå misforhold mellom hvilken valuta selskapet har inntekter og gjeldsutgifter i. I tillegg bruker Telefonica aktivt andre finansielle instrumentene som finnes for å beskytte seg mot uventede endringer i valutakursen. Dette er mekanismer som trolig kan bidra til å forsterke ustabilitet i markedet dersom bruken av dem er omfattende.

## 6. Konklusjon: Regulering i finanskrisenes tid?

Brasils forsøk på å stabilisere økonomien siden innføringen av Plano Real i 1994 har ikke vært en dans på roser, selv om den makroøkonomiske reformen i stor grad lyktes med å stabilisere økonomien. Som vi har sett, Brasil har endelig klart å legge perioden med tosifret månedlig inflasjon bak seg, landet har klart å tiltrekke seg utenlandske investorer og man har også kommet seg igjennom et par betydelige trusler mot den økonomiske stabiliteten bedre enn mange kunne frykte. Men, som vi også har sett, dette har ikke vært uten kostnader.

Jeg vil oppsummere med å trekke tre linjer gjennom oppgaven. For det første: Hvilke mekanismer og kontingente forhold var det utløste valutakrisen i januar 1999? For det andre, hvor begrenset er egentlig Brasils handlingsrom i den økonomiske politikken? Avslutningsvis vil jeg vurdere hvorvidt Brasils politikk de siste årene kan ha elementer i seg til en ny reguleringsmåte, tilpasset dagens produksjonsparadigme.

### 6.1. Hva utløste valutakrisen i 1998-99?

Sammenligner vi verdens finansielle markeder med hvordan de så ut rundt 1970, ser vi revolusjonerende endringer. Der man de første tiårene etter annen verdenskrig hadde faste valutakurser og kontroll av kapitalbevegelser over landegrensene, ser vi i dag et system hvor kapital skifter eier og marked på stadig kortere tid. Land etter land har liberalisert flyten av kapital over grensene, og valutakursene bestemmes i markedet. Dersom et land forsøker å operere med fast valutakurs, trengs det store valutareserver for å kunne forsvare kursen mot spekulasjon.

Listen over land som ble rammet av finansielle kriser av ulik grad på midten og slutten av 1990-tallet er lang. Mange av disse landene hadde ulike økonomiske uregelmessigheter, og var på mange måter sårbare for ustabilitet. Men det at man kan finne såkalte feil ved hver enkelt økonomi, betyr ikke at det økonomiske systemet som disse landene er en del fungerer stabiliserende. Paul Krugman (2000) sammenligner dette med en vei hvor det har vært flere alvorlige trafikkulykker. Ved hver enkelt ulykke kan man finne en forklaring ved den uheldige sjåføren, en kjørte i fylla, en annen hadde kanskje litt svake bremses, en tredje feilberegnet farten inn mot svingen. Disse faktorene, mener Krugman, utelukker imidlertid ikke at det også kunne vært en ide å utbedre veien. Og hvilken vei krever egentlig fullstendig perfeksjon av sine sjåfører?

På samme måte kan det kanskje være noe mer enn svakheter i Mexico, Sør-Korea, Thailand, Russland eller Indonesia som gjorde at de finansielle krisene ble så omfattende og spredte seg så fort. For å låne begrep fra Sayer, det kan tenkes at det er noen mekanismer i de overordnede finansielle strukturene som kan ha bidratt til de ulike krisene – selv om det i hvert

enkelt land som ble rammet av finansiell krise har vært noen tids- og stedsspesifikke forhold som har gjort at de mekanismene har blitt utløst.

Som vi har sett, var Brasil sårbar for valutakrise høsten 1998. Flere faktorer pekte mot at valutaen var priset for høyt, deriblant et stigende handelsunderskudd og stigende underskudd på budsjettbalansen. Dette kan sees som de kontingente forholdene som tilsa at den brasilianske valutaen var sårbar, at valutaregimet kunne stå for fall. Disse forholdene ble opplevd som et større problem etter den russiske kollapsen høsten 1998, enn hva tilfellet var etter Tequila-krisen i 1994-95 og Asiakrisen i 1997.

Det som tidfestet krisen, var for det første kapitalflukten som var et resultat av kollapsen i den russiske økonomien (Goldfajn 2000). Etter dette skjønte de fleste at valutaregimet ikke kunne overleve veldig lenge. Mens det som konkret utløste devalueringen var da delstaten Minas Gerais erklærte seg ute av stand til å dekke sine forpliktelser til de føderale myndighetene i Brasilia (Pedro Fachada, intervju).

## **6.2. Hvor begrenset er egentlig Brasils handlingsrom?**

Det er flere faktorer som begrenser handlingsrommet brasilianske myndigheter har i den økonomiske politikken. Tidligere i oppgaven har jeg brukt en god del plass på både IMF's rolle og på rollen de internasjonale finansmarkedene kan sies å spille. Summen av dette har blitt, for Brasils del, at myndighetene ikke har følt at man har hatt noe annet valg enn å legge seg på den samme politikken IMF har anbefalt.

Jeg mener det kan være grunn til å problematisere dette. For det første viser eksemplene fra Hong Kong og Malaysia at det er mulig å følge alternative politiske program. Malaysia var det eneste av landene som ble rammet av Asiakrisen som ikke tok imot redningspakken fra IMF, men tvert om innførte kontroll på kapitalbevegelser over landegrensene for en kortere periode. Flere mener at disse grepene, både kapitalkontrollene og å si nei takk til IMF, bidro til at økonomien i Malaysias tok seg raskere opp enn mange av de andre landene i regionen (Krugman 2000; Stiglitz 2002). Og som før nevnt, Hong Kong klarte med utradisjonell intervensjon på egen børs å bidra til at et spekulativt angrep fra en rekke hedge funds ble avverget (Krugman 2000). Dette viser at det er mulig å skape sitt eget handlingsrom i økonomisk politikk, hvis det finnes politisk vilje.

Dessuten kan det være grunn til å rette et kritisk blikk mot den brasilianske sentralbankens politikk med å fortsette å selge dollar-indekserte statsobligasjoner, særlig i 2001-02. I den perioden hadde Brasil flytende valutaregime, det kunne kanskje være verdt et forsøk å overlate hedgingen til det private finansmarkedet. Den politikken sentralbanken førte gjorde at



offentlige myndigheter fortsatte med å ta regningen for næringslivets behov for finansiell beskyttelse, og bidro til at gjeldsnivået holdt seg høyt. Det kan tenkes at det finnes andre måter å bruke de samme pengene på.

### **6.3. Er Brasil på vei mot en ny reguleringsmåte?**

Etter at den keynesianske reguleringsmåten mistet sitt hegemoni har det vært mange som har lett etter en ny reguleringsmåte som kan være tilpasset dagens produksjonsparadigme. Kan Brasils politikk ses på som en ny og bærekraftig reguleringsmåte?

Det første som må presiseres i denne diskusjonen er at Brasil neppe kan sies å ha hatt en keynesiansk velferdsstat etter vestlig modell. Til det har landet manglet stabile, makroøkonomiske forhold. Men kan da Plano Real bidra til å skape grunnlag for en ny reguleringsmåte, koblet sammen med et produksjonsparadigme, og som dermed kan legge grunnlaget for langvarig, stabil økonomisk vekst?

Jeg tviler på det, av to hovedgrunner. For det første har de første ti årene etter innføringen av Plano Real ikke akkurat bare vært preget av en stabil og forutsigbar økonomisk utvikling. Vel har Plano Real klart å stabilisere makroøkonomien i Brasil sett i forhold til inflasjonsperioden som brasilianerne har vært vant til, men både valutakrisen i 1998-99 og den ustabile situasjonen i 2001-02 reiser tvil om hvorvidt mekanismene i den brasilianske økonomien er sterke nok til å unngå et nytt angrep mot den brasilianske valutaen. Dessuten er det et viktig poeng at den ustabiliteten som også har rammet Brasil i stor grad er generert i mekanismer i de globale finansielle markedene, og da må kanskje en fungerende reguleringsmåte også forankres på et høyere geografisk nivå.

For det andre mener jeg at politikken Brasil har ført etter Plano Real bryter med Agliettas definisjon av reguleringsmåte på ett viktig punkt. Som vi husker fra kapittel 2.1, definerer Aglietta reguleringsmåte som

«A mode of regulation is a set of mediations which ensure that the distortions created by the accumulation of capital are kept within limits which are compatible with social cohesion within each nation.»

Aglietta 1998: 44

I et av de landene i verden med størst forskjell i inntekt mellom fattige og rike, bør sosial utjevning være en viktig del av reguleringsmåten i Brasil hvis vi holder oss til Agliettas definisjon. Som før nevnt har jeg i denne oppgaven ikke sett på levekårsutvikling internt i Brasil, men kun forholdt meg til makrotall. Derfor kan jeg ikke konkludere i forhold til om Brasils politikk har virket utjevnende de siste 12 årene. Men det jeg har vist, er at myndighetene i Brasil lot offentlig

sektor betale regningen for devalueringen i 1999, mens privat sektor var beskyttet. Dermed kan man si at den brasilianske reguleringen bidrar til å styrke forstyrrelsene som kapitalakkumulasjonen skaper, istedenfor å redusere disse. Selv om handlingsrommet til myndighetene er begrenset, og at det ikke nødvendigvis ville gitt bedre sosiale resultater hvis myndighetene hadde ført en annen politikk, er det ikke sånn at den politikken som ble ført dermed fungerer utjevne.

Til slutt, i debatten om eventuell ny reguleringsmåte er det et poeng å se om det er mulig å identifisere et produksjonssparadigme som denne reguleringsmåten skal være tilpasset til. Er det mulig å identifisere noe slikt produksjonssparadigme i Brasil? Som tidligere nevnt er denne oppgaven for snever til å fastslå noe tydelig mønster av et nytt produksjonssparadigme, men med utgangspunkt i Telefonicas handlinger vil jeg allikevel prøve å komme med noen betraktninger.

Vi så i kapittel 5.4 at Telefonica delvis bryter med modellen for det tradisjonelle fordristiske selskapet, som var basert på nasjonal produksjon for nasjonale markeder. Bruddene med denne modellen dreier seg i første rekke om Telefonicas multinasjonale struktur og ønske om å sende overskudd hjem til morselskapet i Spania, som i seg selv genererer kapitalstrømmer bort fra datterselskapet i Brasil. Det som imidlertid passer sammen med en fordristiske modellen, er at Telefonicas er til stede lokalt i de markedene selskapet tilbyr sine teletjenester. Telefonica som multinasjonalt selskap har valgt en strategi som innebærer å være til stede i ulike markeder i svært mange land, men samtidig å holde seg relativt nær kunder og markeder. Investeringshorisonten til selskapet er langsiktig, det er i alle fall ingen ting i Telefonicas oppførsel i Brasil som tyder på at det selskapet har som politikk å selge seg ut for å oppnå eventuelle kortsiktige gevinster.

Telefonica er videre en aktør som etterspør mange og relativt avanserte tjenester i de finansielle markedene. Det blir hypotetisk å diskutere hvorvidt Telefonica ville gått like tungt inn i Brasil hvis det brasilianske finansmarkedet ikke kunne tilby mekanismer for å redusere risiko, men det er trolig et viktig element for selskapet med hensyn til hvor tungt inn i nye markeder selskapet velger å gå. Med andre ord kan Telefonica karakteriseres som et multinasjonalt selskap som er forholdsvis sterkt forankret i de lokale markedene hvor selskapet engasjerer seg. Altså et selskap som befinner seg både på en lokal og en global arena samtidig. Og selv om det da kan tenkes nasjonale reguleringsmåter som kan være tilpasset den lokale delen av Telefonica, blir det ufullstendig dersom det i tillegg ikke finnes regulering på globalt nivå.

Dermed blir det også min konklusjon at jakten på en ny reguleringsmåte ikke kan ansees som avsluttet, denne gangen heller.

## 7. Vedlegg

### 7.1. Figurliste

Figur 1: Forholdet mellom strukturer, mekanismer og kontingente forhold i kritisk realisme. ....	19
Figur 2: Det makroøkonomiske trilemma. ....	24
Figur 3: Månedlig inflasjon i Brasil 1990-1996. ....	47
Figur 4: Årlige direkte utenlandsinvesteringer til Brasil, 1995-2005. ....	50
Figur 5: Brasils betalingsbalanse, 1995-2003. ....	51
Figur 6: Portofolioinvesteringer til og fra Brasil, 1997-99. ....	53
Figur 7: Valutakurs, real per dollar, juli 1995-april 2003. ....	58
Figur 8: Månedlig rentenivå i Brasil, august 1994-desember 2002. ....	59

### 7.2. Forkortelser

BCB – Banco Central do Brasil, den brasilianske sentralbanken

BNDES – Den brasilianske utviklingsbanken

BNP – Brutto Nasjonalprodukt, summen av de varer og tjenester som produseres i et land i løpet av et år.

FDI – Foreign Direct Investments, direkte utenlandsinvesteringer

IMF – International Monetary Fund, Det internasjonale pengefondet

LTCM – Long Term Capital Management, amerikansk Hegde Fund

OECD – Organisation for Economic Cooperation and Development

PND – Programa Nacional de Desestatização, Brasils privatiseringsprogram

URV – Unidade Real de Valor – direkte oversatt: reell enhetsverdi. Brasils overgangsvaluta i 1994, mellom cruzeiro og real

WTO – World Trade Organisation, Verdens Handelsorganisasjon

### **7.3. Oversikt over intervjuer**

16. mars 2006: Intervju med Daniel Gomes, direktør for «Investor Relations» i Telefonica Brasil, og med Luis Lima, sjeføkonom i Telefonica Brasil.

21. mars 2006: Intervju med Pedro Fachada, leder «Investor Relations»-gruppen i den brasilianske sentralbanken

## 7.4. Intervjuguide

Denne beskrivelsen og spørsmålene sendte jeg til Telefonica på forhånd. En lignende henvendelse ble sendt den brasilianske sentralbanken, men uten spørsmålene.

Dear Ms Luciana Nóri de Souza and Mr Daniel Gomes

First, I am very grateful for your time and for the possibility to talk to you. It is a huge contribution for my study.

As I wrote in my first email, my study will focus on the currency crisis in Brazil in 1998-99 and how foreign investors in the country experienced this crisis. To fully understand the situation, I'm also interested in the emergence of securities markets and the link between FDI's and these markets, and in the changes of the economical structures in Brazil in the 1990s.

I understand that the Brazilian economy went through several important changes during the 1990s. Some of the most important elements of these changes may be named the Plano Real and the privatization program – but also the emergence of the most sophisticated securities market in Latin America. How did these structural changes affect Telefonica? What I most of all want to learn from you, is how Telefonica experienced being in the Brazilian Telecom market in the last half of the 1990s – in the early years of the Real and on the build-up to the currency instability. How did you perceive the situation in Brazil in 1998-99?

The first three questions are most of all a kind of background questions.

1. What is your aim of the investments in Brazil – both on the short and long run?
2. How long have you been engaged in Brazil?
3. How would you – as a foreign investor – describe the climate for investments in Brazil?
4. Experiences of changes in Brazilian market structures
  - a) How did the changes in market structures affect Telefonica?
  - b) What role do you believe that foreign investment has played in the evolution of the financial markets in Brazil?
5. Telefonica's responses to the changes
  - a) How did the structural changes of the 1990s in the Brazilian economy affect Telefonica?
  - b) Is the existence of a security and derivative market crucial for your company when you decide whether to invest or not in a foreign market?
  - c) How important was the possibilities of hedging your investments for the decision of investing in Brazil?
6. The currency crisis in 1998-99
  - a) How did you perceive the situation in Brazil in 1998-99?
  - b) Did you anticipate currency instability when you decided to invest in Brazil?
  - c) What actions did you take to avoid losses due to the currency crisis?
  - d) Were you surprised by how the currency crisis developed in 1999?
  - e) To what extent were your Brazilian investments hedged prior to the 1998-99 crisis?

Again, I'm very grateful for your help!  
Yours sincerely,  
Steinar Alsos

## 8. Referanser

- Aglietta, Michel, 1998: Capitalism at the Turn of the Century: Regulation Theory and the Challenge of Social Change. I *New Left Review* 232, nov/des 1998. Ed: Robin Blackburn. New Left Review Ltd, London
- Averburg, Andre. 2002: *The Brazilian Economy in 1994-1999: From the Real Plan to Inflation Targets*. The World Economy, Volume 25 s. 925-944 . Blackwell Publishers.
- BNDES, Brazilian Development Bank, 2002: *Privatization in Brazil: 1990-1994, 1995-2002*. [http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv\\_brazil.pdf](http://www.bndes.gov.br/english/studies/priv_brazil.pdf), lastet ned ned 25. mai 2005
- Bulmer-Tomas, Victor, 1999: The Brazilian devaluation: national responses and international consequences. I *International Affairs*, 4. (729-741)
- Clark, Gordon L., Maryann P. Feldman og Meric S Gertler (red), 2000: *The Oxford Handbook of Economic Geography*. Oxford University Press, Oxford
- de Oliveira, Fernando N. og Walter Novaes, 2005: *The Market of Foreign Exchange Hedge in Brazil: Reactions of Financial Institutions to Interventions of the Central Bank*. Economics Discussion Paper 2005-13, IBMEC Business School, Rio de Janeiro
- Dicken, Peter, 2003: *Global Shift, Reshaping the Global Economic Map in the 21<sup>st</sup> Century*, fourth edition. The Guilford Press, New York, London.
- Dicken, Peter, Peck, Jamie og Adam Tickell. 1997: Unpacking the Global. I R. Lee and J. Wills (ed.) *Geographies of Economies*. Arnold, London, New York, Sydney, Aukland. (pp. 158-166)
- Dodd, Randall, 2002: *Derivatives, the Shape of International Capital Flows and the Virtues of Prudential Regulation*. WIDER Discussion Paper No. 2002/93. United Nations University, World Institute for Development Economics Research. Helsinki.
- Economist Intelligence Unit, 2001: *Country profile 2001, Brazil*. The Economist Intelligence Unit, London.
- Elam, Mark 1994: Puzzling out the Post-Fordist Debate: Technology, Markets and Institutions. Amin, A (red.) *Post-Fordism. A Reader*. Blackwell, Oxford. (43-70)
- Goldfajn, Ilan, 2000: *The Swings in Capital Flows and the Brazilian Crisis*. Paper as a part of UNDP-IDS project. Rio de Janeiro
- Goldstein, Andrea, 1999: Brazilian Privatization in International Perspective: The Rocky Path from State Capitalism to Regulatory Capitalism. I Industrial and Corporate Change, volume 8, number 4. Oxford University Press, (673-711)
- Griffith-Jones, Stephany 1998: *Global Capital Flows Should They Be Regulated?* Palgrave Macmillan Ltd, Hampshire. Lastet ned 28. februar 2006 fra <http://www.palgrave.com/economicslibrary/griffithjones.asp>

- Griffith-Jones, Stephany, Ricardo Gottschalk og Xavier Cirera, 2001: *The OECD Experience With Capital Account Liberalisation*. Institute of Development Studies, University of Sussex
- Haraldsen, Tone. 1997. Industrielle komplekser og nasjonale innovasjonssystemer. I Isaksen, A (red.) *Innovasjoner, næringsutvikling og regionalpolitikk*. Høyskoleforlaget, Kristiansand (s 26-50).
- Harrison, Bennet, 1994: *Lean and Mean*. The Guilford Press, New York, London
- Henderson, Jeffrey et.al, 2002: Global production networks and the analysis of economic development. I *Review of International Political Economy* 93 august 2002, s. 436-464. Routledge.
- Hoogvelt, A.M.M. 2001: *Globalisation and the Postcolonial World: The new political Economy of Development*. Basingstoke, Palgrave. Second edition
- Jarrow, Robert og Stuart Turnbull, 2000: *Derivatives Securities*. South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, USA
- Jessop, Bob, 1994. Post-Fordism and the State. I Amin, A (red.) *Post-Fordism. A Reader*. Blackwell, Oxford. (s. 251-279)
- Jessop, Bob, 1999: *Narrating the Future of the National Economy and the National State? Remarks On Remapping Regulation and Reinventing Governance*. On-line paper, University of Lancaster, <http://www.lancs.ac.uk/fss/sociology/papers/jessop-narrating-the-future.pdf>
- Jessop, Bob, 2001: *Capitalism, the Regulation Approach, and Critical Realism*. On-line paper, University of Lancaster. <http://www.lancs.ac.uk/fss/sociology/papers/jessop-capitalism-regulation-realism.pdf>
- Krugman, Paul, 2000: *The Return of Depression Economics*. Allen Lane, The Penguin Press, Bath, UK
- Krugman, Paul R. og Maurice Obstfeld, 2006: *International Economy, Theory and Policy*. 7. edition. Pearson Addison-Wesley, Boston, San Francisco, New York, London, Toronto, Sydney, Tokyo, Singapore, Madrid, Mexico City, Munich, Paris, Cape Town, Hong Kong, Montreal
- Laulajainen, Risto I., 2000: The Regulation of International Finance. I Clark, Gordon L., Maryann P. Feldman og Meric S Gertler (red), 2000: *The Oxford Handbook of Economic Geography*. Oxford University Press, Oxford
- LiPuma, Edward og Benjamin Lee, 2004: *Financial Derivatives and the Globalization of Risk*. Duke University Press, Durham og London.
- Martin, Ron og Peter Sunley. 1997. The Post-Keynesian State and the Space Economy. I R. Lee and J. Wills (red.) *Geographies of Economies*. Arnold, London, New York, Sidney, Aukland.(s. 278-290).
- Moguillansky, Graciela, 2002: *Non-financial corporate risk management and foreign exchange rate volatility in Latin America*. UNU/WIDER, Discussion Paper No 2002/30. Helsinki
- North, Douglass C, 1990: *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press, Cambridge

- Novaes, Ana, 1999: The Privatization of the Brazilian Telecommunications Sector. I *Privatization in Brazil: The Case of Public Utilities* (s. 111-140), lastet ned fra BNDES' hjemmesider 25. mai 2005: <http://www.bndes.gov.br/english/studies/ensa10-5.pdf>
- O'Neill, Philip M., 1997. Bringing the Qualitative State Into Economic Geography. I R. Lee and J. Wills (red.) *Geographies of Economies*, s. 290-302. Arnold, London, New York, Sidney, Aukland.
- Peck, Jamie, 2000: Doing Regulation. I Clark, Gordon L., Maryann P. Feldman og Meric S Gertler (red): *The Oxford Handbook of Economic Geography*, s. 61-80. Oxford University Press, Oxford
- Peck, Jamie og Adam Tickell, 1994: Searching for a New Institutional Fix: The After-Fordist Crises and the Global-Local Disorder. I Amin, A (ed.) *Post-Fordism. A Reader*. Blackwell, Oxford (s. 280-315)
- Rezende, Fernando, 1998: The Brazilian Economy: recent developments and future prospects. I *International Affairs* 74, 3 (1998).
- Sadler, David, 1997: The Role of Supply Chain Management: Strategies in the 'Europeanization' of the Automobile Production System. I R. Lee and J. Wills (red.) *Geographies of Economies*, s. 311-320. Arnold, London, New York, Sidney, Aukland.
- Sayer, Andrew, 2000: *Realism and social science*, Sage, London
- Schoenberger, Erica, 1991: The Corporate Interview as a Research Method in Economic Geography. I *Professional Geographer*, 43 (2), s 180-189. Association of American Geographers.
- Sheppard, Eric og Trevor Barnes (red), 2000: *A Companion to Economic Geography*. Blackwell Publishers, Oxford
- Smithson, Charles W. og Clifford W. Smith, 1995: *Managing Financial Risk: A Guide to Derivative Products, Financial Engineering, and Value Maximization*. IRWIN Professional Publishing, Chicago London Singapore
- Stallings, Barbara og Rogerio Studart, 2002: *Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets, The Experience of Latin America since the Tequila Crisis*. WIDER Discussion Paper No. 2002/45. UNU/WIDER. Helsinki
- Stiglitz, Joseph, 2002: *Globalization and Its Discontents*. Allen Lane, The Penguin Press. London, UK
- Storper, Michael, 2000: Globalization, Localization, and Trade. I Clark, Gordon L., Maryann P. Feldman og Meric S Gertler (red), 2000: *The Oxford Handbook of Economic Geography*. Oxford University Press, Oxford
- Telefonica, 1999: *Telefonica Annual Report 1998*. Lastet ned fra [www.telefonica.com](http://www.telefonica.com)
- Telefonica, 2000: *Telefonica Annual Report 1999*. Lastet ned fra [www.telefonica.com](http://www.telefonica.com)
- Telefonica, 2005: *Telefonica Annual Report 2004*. Lastet ned fra [www.telefonica.com](http://www.telefonica.com)
- Thagaard, Tove, 2002: *Systematikk og innlevelse, en innføring i kvalitativ metode*. Annen utgave. Fagbokforlaget, Bergen.



- Tickell, Adam, 2000: Finance and Localities. I Clark, Gordon L., Maryann P. Feldman og Meric S Gertler (red), 2000: *The Oxford Handbook of Economic Geography*. Oxford University Press, Oxford
- Tsetsekos, George og Panos Varangis, 1998. *The Structure of Derivatives Exchanges, Lessons from Developed and Emerging Markets*. World Bank Development Research Group
- Tucker Jr, Kenneth H, 1998: *Anthony Giddens and Modern Social Theory*. SAGE Publications, London, Thousand Oaks, New Dehli
- Turner, Philip, 2002: Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues. I *BIS Papers No 11*, p 1-12. Bank of International Settlements, Basel, Sveits
- Unctad, 1999: *World Investment Report, 1999: Foreign Direct Investment and the Challenge of Development*. United Nations, New York, US and Geneva, Switzerland
- Unctad, 2004: *World Investment Report, 2004: The Shift Towards Services*. United Nations, New York, US and Geneva, Switzerland
- Williamson, John og Molly Mahar, 1998: *A Survey of Financial Liberalization*. Essays in International Finance, no 211, november 1998. Princeton University, New Jersey
- Yin, Robert K, 2003: *Case Study Research: Design and Methods*. Third Edition. Sage Publications, London